



VYSOKÉ UČENÍ TECHNICKÉ V BRNĚ

BRNO UNIVERSITY OF TECHNOLOGY

FAKULTA PODNIKATELSKÁ

FACULTY OF BUSINESS AND MANAGEMENT

ÚSTAV EKONOMIKY

INSTITUTE OF ECONOMICS

**INVESTICE DO AKCIÍ NADNÁRODNÍCH
POTRAVINÁŘSKÝCH SPOLEČNOSTÍ**

INVESTMENTS IN SHARES OF MULTINATIONAL FOOD COMPANIES

DIPLOMOVÁ PRÁCE

MASTER'S THESIS

AUTOR PRÁCE

AUTHOR

Bc. Andrej Capák

VEDOUCÍ PRÁCE

SUPERVISOR

prof. Ing. Oldřich Rejnuš, CSc.

BRNO 2020

Zadání diplomové práce

Ústav: Ústav ekonomiky
Student: **Bc. Andrej Capák**
Studijní program: Mezinárodní ekonomika a obchod
Studijní obor: bez specializace
Vedoucí práce: **prof. Ing. Oldřich Rejnuš, CSc.**
Akademický rok: 2019/20

Ředitel ústavu Vám v souladu se zákonem č. 111/1998 Sb., o vysokých školách ve znění pozdějších předpisů a se Studijním a zkušebním řádem VUT v Brně zadává diplomovou práci s názvem:

Investice do akcií nadnárodních potravinářských společností

Charakteristika problematiky úkolu:

Úvod
Cíle práce, metody a postupy zpracování
Teoretická východiska práce
Analýza současného stavu
Vlastní návrhy řešení
Závěr
Seznam použité literatury
Přílohy

Cíle, kterých má být dosaženo:

Cílem práce je navržení portfolia hedgeového fondu zaměřeného na investice do nadnárodních společností potravinářského průmyslu.

Základní literární prameny:

DAMODARAN, Aswath. Damodaran on Valuation: Security Analysis for Investment and Corporate Finance. 2nd ed. Hoboken: John Wiley, 2006. Wiley Finance. ISBN 978-0-471-75121-2.

KOTULIČ, Rastislav, Peter KIRÁLY a Miroslava RAJČÁNIOVÁ. Finančná analýza podniku. 3. dopl. vyd. Bratislava: Wolters Kluwer, 2018. ISBN 978-80-8168-888-1.

MARÍK, Miloš. Metody oceňování podniku: proces ocenění, základní metody a postupy. Čtvrté upravené a rozšířené vydání. Praha: Ekopress, 2018. ISBN 978-80-87865-38-5.

MUSÍLEK, Petr. Trhy cenných papírů. 2., aktualiz. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2011. ISBN 978-8-86929-70-5.

REJNUŠ, Oldřich. Finanční trhy. 4., aktualiz. a rozš. vyd. Praha: Grada, 2014. Partners. ISBN 978--247-3671-6.

Termín odevzdání diplomové práce je stanoven časovým plánem akademického roku 2019/20

V Brně dne 29.2.2020

L. S.

doc. Ing. Tomáš Meluzín, Ph.D.
ředitel

doc. Ing. et Ing. Stanislav Škapa, Ph.D.
děkan

Abstrakt

Diplomová práca sa zameriava na fundamentálnu analýzu akcií európskych nadnárodných potravinárskych spoločností. Teoretická časť práce popisuje metódy fundamentálnej analýzy. Analytická časť obsahuje testovanie modelov oceňovania akcií, výber spoločností, ich analýzu a porovnanie. Posledná časť obsahuje návrh portfólia hedgeového fondu.

Kľúčové slová

akcie, fundamentálna analýza, investície, potravinárske spoločnosti, vnútorná hodnota

Abstract

The diploma thesis focuses on a fundamental analysis of shares of European multinational food companies. The theoretical part describes methods of fundamental analysis. The analytical part includes testing of stock valuation models, selection of companies, their analysis and comparison. The last part includes proposal of portfolio of the hedge fund.

Key words

shares, fundamental analysis, investments, food companies, intrinsic value

Bibliografická citace

CAPÁK, Andrej. *Investice do akcií nadnárodních potravinářských společností*. Brno, 2020. Dostupné také z: <https://www.vutbr.cz/studenti/zav-prace/detail/124131>. Diplomová práce. Vysoké učení technické v Brně, Fakulta podnikatelská, Ústav ekonomiky. Vedoucí práce Oldřich Rejnuš.

Čestné prohlášení

Prohlašuji, že předložená diplomová práce je původní a zpracoval jsem ji samostatně.
Prohlašuji, že citace použitých pramenů je úplná, že jsem ve své práci neporušil autorská práva (ve smyslu Zákona č. 121/2000 Sb., o právu autorském a o právech souvisejících s právem autorským).

V Brně dne 5. května 2020

.....

Andrej Capák

Pod'akovanie

Chcel by som poďakovať vedúcemu mojej diplomovej práce prof. Ing. Oldřichovi Rejnušovi, CSc. za odborné vedenie a cenné konzultácie, ktoré mi poskytol pri tvorbe mojej práce. Tiež by som chcel poďakovať mojim rodičom za pomoc a podporu počas celého štúdia.

OBSAH

ÚVOD	10
CIELE PRÁCE, METÓDY A POSTUPY SPRACOVANIA	11
1 TEORETICKÉ VÝCHODISKÁ PRÁCE	12
1.1 Pomerové ukazovatele	13
1.1.1 Ukazovatele rentability	13
1.1.2 Ukazovatele zadlženosti	15
1.1.3 Ukazovatele tržnej hodnoty	15
1.2 Modely oceňovania akcií	17
1.2.1 Vstupné veličiny oceňovacích modeloch	17
1.2.2 Dividendové modely	19
1.2.3 Ziskové modely	22
1.2.4 Cash Flow modely	24
1.3 Metódy multikriteriálneho rozhodovania	24
2 ANALÝZA SÚČASNÉHO STAVU	26
2.1 Testovanie oceňovacích modelov	26
2.1.1 Výber a popis analyzovaných spoločností	26
2.1.2 Analýza dát	26
2.1.3 Zhodnotenie a diskusia	42
2.2 Výber analyzovaných spoločností	43
2.3 Analýza spoločností	45
2.3.1 Nestlé	45
2.3.2 Danone	50
2.3.3 Associated British Foods	54
2.3.4 Orkla	58
2.3.5 Bel Group	63

2.3.6	Glanbia.....	67
2.3.7	Atria	71
2.3.8	Bell Food Group	76
2.3.9	Zhrnutie.....	80
2.4	Medzipodnikové porovnanie.....	82
3	VLASTNÉ NÁVHRY RIEŠENIA	84
	ZÁVER	85
	ZOZNAM POUŽITEJ LITERATÚRY	86
	ZOZNAM POUŽITÝCH SKRATIEK.....	91
	ZOZNAM POUŽITÝCH TABULIEK.....	92
	ZOZNAM POUŽITÝCH GRAFOV	94
	ZOZNAM PRÍLOH	95

ÚVOD

Táto práca sa venuje hodnoteniu akcií európskych potravinárskych spoločností za účelom návrhu portfólia hedgeového fondu. V dobe, keď som si vyberal tému diplomovej práce, sa v médiách hovorilo o známkach spomalenia ekonomiky. Pri výbere odvetvia som vychádzal z predpokladu, že potravinárske spoločnosti budú menej zasiahnuté prípadným spomalením ekonomiky ako iné odvetvia, keďže spotrebu ich výrobkov nemožno „odložiť na lepšie časy“. Ďalší dôvod výberu práve tohto odvetvia bol fakt, že tieto spoločnosti a ich produkty poznám. V dobe, keď som diplomovú prácu dopisoval, došlo vo väčšine krajín k obmedzeniu ekonomickej činnosti kvôli pandémie koronavírusu. Táto nepriaznivá situácia do istej miery zdôraznila význam tvorby portfólií, ktoré budú schopné prečkať aj obdobia ekonomických spomalení či prepádov.

Práca sa delí do troch hlavných častí: teoretickej, analytickej a návrhovej. Teoretická časť práce sa venuje popisu metód fundamentálnej analýzy. Najskôr sú popísané vybrané pomerové ukazovatele. Následne sú charakterizované vybrané základné metódy stanovenia vnútornej hodnoty akcií: dividendové, ziskové a cash flow modely. Posledná časť teórie popisuje bodovaciu metódu medzipodnikového porovnania.

Analytická časť je rozdelená do štyroch podkapitol. Prvá podkapitola testuje vybrané modely oceňovania akcií; Gordonov model, bežné, normálne a Sharpovho P/E a FCFE model na historických dátach. Cieľom tejto podkapitoly je vybrať najvhodnejšie modely pre ohodnotenie európskych potravinárskych spoločností. Druhá časť obsahuje vybrané informácie o hedgeovom fonde, na základe ktorých sú vybrané spoločnosti, ktoré sú v ďalšej časti hodnotené. Tretia podkapitola obsahuje popis vybraných spoločností a ich analýzu z pohľadu zadlženosti, tržieb, zisku, rentability, ocenenia trhom a tiež obsahuje výpočet vnútornej hodnoty akcií. Štvrtá podkapitola obsahuje vzájomnú komparáciu spoločnosti na základe hodnôt vypočítaných v predchádzajúcej podkapitole.

Na základe analytickej časti je následne v tretej časti práce navrhnuté portfólio hedgeového fondu.

CIELE PRÁCE, METÓDY A POSTUPY SPRACOVANIA

Táto kapitola obsahuje globálny cieľ a z neho plynúce parciálne ciele práce a tiež metódy a postupy, ktoré budú použité pre ich dosiahnutie.

Globálny cieľ a parciálne ciele práce

Globálnym cieľom tejto práce je návrh portfólia hedgeového fondu zameraného na investície do akcií nadnárodných spoločností potravinárskeho priemyslu.

Za účelom dosiahnutia globálneho cieľa boli vytýčené nasledovné parciálne ciele:

- testovanie modelov oceňovania akcií na historických dátach a výber najvhodnejších modelov
- prvotný výber hodnotených spoločností
- analýza vybraných spoločností pomerovými ukazovateľmi a najvhodnejšími oceňovacími modelmi
- vzájomné porovnanie spoločností bodovacou metódou

Návrh portfólia hedgeového fondu bude následne vytvorený z akcií spoločností, ktoré budú identifikované ako najvhodnejšie na nákup.

Metódy a postupy spracovania

Na dosiahnutie prvého parciálneho cieľa budú využité tieto akciové evaluačné modely: Gordonov dividendový diskontný model, bežné P/E ratio, normálne P/E ratio, Sharpovo P/E ratio a Free Cash Flow to Equity model.

Na dosiahnutie druhého parciálneho cieľa budú definované základné informácie o danom hedgeovom fonde, pri čom kľúčové budú požiadavky na akcie, ktoré budú vybrané do portfólia. Na základe nich budú vybrané spoločnosti, ktoré budú následne hodnotené.

Na dosiahnutie tretieho cieľa budú využité pomerové ukazovatele a oceňovacie modely, ktoré sa preukážu ako najvhodnejšie v predchádzajúcej časti.

Na dosiahnutie štvrtého cieľa bude využitá bodovacia metóda.

1 TEORETICKÉ VÝCHODISKÁ PRÁCE

V tejto kapitole budú teoreticky popísané metódy a postupy, ktoré sa následne prakticky využijú v ďalších kapitolách. Táto kapitola sa venuje metódam využívaným pri akciovej fundamentálnej analýze a je rozdelená do troch častí. Prvá časť popisuje pomerové finančné ukazovatele, druhá časť modely slúžiace k stanoveniu vnútornej hodnoty akcií a tretia časť sa venuje metódam multikriteriálneho rozhodovania.

Táto práca sa venuje oceňovaniu akcií. Existujú tri základné prístupy k analýze akcií: fundamentálna analýza, technická analýza a psychologická analýza¹. Diplomová práca sa zameriava na fundamentálnu analýzu, ktorá bude ďalej rozobraná.

Fundamentálna analýza sa snaží o identifikáciu nadhodnotených, resp. podhodnotených spoločností. Nadhodnotenosť a podhodnotenosť spoločností vychádzajú zo vzťahu medzi kurzom akcie a jej vnútornou hodnotou. Vnútorná hodnota predstavuje spravodlivý kurz akcie. Akcie, ktoré majú vnútorné hodnoty vyššie, ako sú ich kurzy, sa nazývajú podhodnotené. Nadhodnotené akcie majú naopak kurzy vyššie ako vnútorné hodnoty². Fundamentálna analýza sa delí na tri okruhy, ktoré sa nazývajú:

- globálna fundamentálna analýza
- odvetvová fundamentálna analýza
- fundamentálna analýza jednotlivých spoločností, resp. akciových titulov³

Táto práca sa zaoberá fundamentálnou analýzou jednotlivých spoločností. Existuje veľké množstvo metód a modelov, ktoré je možné pri nej použiť⁴, napr.:

- dividendové diskontné modely
- ziskové modely
- bilančné modely
- cash flow modely

¹ VESELÁ, Jitka. *Investování na kapitálových trzích*. Praha: Wolters Kluwer ČR, 2011, s. 306. ISBN 978-80-7357-647-9.

² REJNUŠ, Oldřich. *Finanční trhy*. Praha: Grada, 2014, s. 237. ISBN 978-80-247-3671-6.

³ VESELÁ, Jitka. *Investování na kapitálových trzích*. Praha: Wolters Kluwer ČR, 2011, s. 310. ISBN 978-80-7357-647-9.

⁴ VESELÁ, Jitka. *Investování na kapitálových trzích*. Praha: Wolters Kluwer ČR, 2011, s. 339. ISBN 978-80-7357-647-9.

- finančná analýza spoločnosti (analýza pomerových ukazovateľov, horizontálna a vertikálna analýza a iné⁵)

Táto kapitola sa bude následne venovať pomerovým ukazovateľom (ukazovateľom rentability, zadlženosti a tržnej hodnoty) a modelom oceňovania akcií (dividendovým modelom, ziskovým modelom a cash flow modelom).

1.1 Pomerové ukazovatele

Pomerové ukazovatele patria medzi najpopulárnejšie metódy finančnej analýzy vďaka tomu, že umožňujú rýchlo získať základnú predstavu o finančnej situácii spoločnosti. Ich hodnoty vychádzajú z pomerov rôznych položiek súvahy, výkazu zisku a straty a výkazu cash flow. Existuje veľký počet pomerových ukazovateľov, no najčastejšie sa tieto ukazovatele delia do týchto skupín: ukazovatele rentability, zadlženosti, likvidity, aktivity a ukazovatele kapitálového trhu⁶.

1.1.1 Ukazovatele rentability

Ukazovatele rentability umožňujú merať výnosnosť, teda schopnosť dosahovať zisk. Vzorec ukazovateľov rentability sa obvykle skladá z čitateľa, ktorý obsahuje zisk, a menovateľa, ktorý obsahuje nejakú položku súvahy alebo výkazu zisku a straty. Tieto ukazovatele umožňujú analyzovať celkovú efektívnosť danej činnosti. V čase by mali mať rastúci trend. Medzi najčastejšie využívané ukazovatele rentability patria: rentabilita celkových aktív, rentabilita vlastného kapitálu, rentabilita tržieb či rentabilita nákladov⁷.

- **Rentabilita celkových aktív**

Rentabilita celkových aktív sa skrátene označuje ROA (z angl. return on assets). Je možné ju považovať za vrcholový ukazovateľ výnosnosti, keďže meria celkovú efektívnosť spoločnosti. Vyjadruje celkovú rentabilitu kapitálu bez ohľadu na pôvod

⁵ REJNUŠ, Oldřich. *Finanční trhy*. Praha: Grada, 2014, s. 269. ISBN 978-80-247-3671-6.

⁶ KNÁPKOVÁ, Adriana, Drahomíra PAVELKOVÁ, Daniel REMEŠ a Karel ŠTEKER. *Finanční analýza: komplexní průvodce s příklady*. Praha: Grada, 2017, s. 87. ISBN 978-80-271-0563-2.

⁷ RŮČKOVÁ, Petra. *Finanční analýza: metody, ukazatele, využití v praxi*. Praha: Grada, 2019, s. 61. ISBN 978-80-271-2028-4.

zdrojov financovania. V čitateli môže byť použitý zisk pred zdanením a nákladovými úrokmi alebo zisk po zdanení⁸. V tejto práci bude využitý EAT.

$$ROA = \frac{\text{Zisk}}{\text{Celkové aktíva}}$$

Vzorec 1: Rentabilita celkových aktív⁹

- **Rentabilita vlastného kapitálu**

Rentabilita vlastného kapitálu sa skrátene označuje ROE (return on equity). Predstavuje pomer čistého zisku a vlastného kapitálu. Ako vstupný údaj sa v praxi najčastejšie využíva hodnota vlastného kapitálu na konci obdobia. Toto môže skresliť výslednú rentabilitu, keďže táto hodnota nebola v celej výške k dispozícii ako zdroj financovania podnikateľských aktivít¹⁰.

$$ROE = \frac{\text{čistý zisk}}{\text{vlastný kapitál}}$$

Vzorec 2: Rentabilita vlastného kapitálu¹¹

V tejto práci bude ROE pri analýze jednotlivých spoločností pomerovými ukazovateľmi počítané štandardným spôsobom, teda s vlastným kapitálom z konca obdobia. No pri ocenení akcií dividendovým modelom na báze ROE budú využité dáta zo začiatku obdobia, pretože táto metóda si vyžaduje tento spôsob.

- **Rentabilita tržieb**

Tento ukazovateľ sa označuje ROS (return on sales). Pre jeho výpočet môže byť využitý zisk po zdanení, pred zdanením alebo EBIT. Výsledná hodnota vyjadruje ziskovú maržu, kľúčový ukazovateľ pri hodnotení podnikateľskej úspešnosti¹².

$$ROS = \frac{\text{Zisk}}{\text{Tržby}}$$

Vzorec 3: Rentabilita tržieb¹³

⁸ RŮČKOVÁ, Petra. *Finanční analýza: metody, ukazatele, využití v praxi*. Praha: Grada, 2019, s. 62. ISBN 978-80-271-2028-4.

⁹ RŮČKOVÁ, Petra. *Finanční analýza: metody, ukazatele, využití v praxi*. Praha: Grada, 2019, s. 62. ISBN 978-80-271-2028-4.

¹⁰ KNÁPKOVÁ, Adriana, Drahomíra PAVELKOVÁ, Daniel REMEŠ a Karel ŠTEKER. *Finanční analýza: komplexní průvodce s příklady*. Praha: Grada, 2017, s. 103. ISBN 978-80-271-0563-2.

¹¹ KNÁPKOVÁ, Adriana, Drahomíra PAVELKOVÁ, Daniel REMEŠ a Karel ŠTEKER. *Finanční analýza: komplexní průvodce s příklady*. Praha: Grada, 2017, s. 102. ISBN 978-80-271-0563-2.

¹² KNÁPKOVÁ, Adriana, Drahomíra PAVELKOVÁ, Daniel REMEŠ a Karel ŠTEKER. *Finanční analýza: komplexní průvodce s příklady*. Praha: Grada, 2017, s. 100. ISBN 978-80-271-0563-2.

1.1.2 Ukazovatele zadlženosti

Tieto ukazovatele skúmajú kapitálovú štruktúru spoločnosti. Zameriavajú sa na zloženie pasív. Pre spoločnosť je dôležité nájsť správny pomer vlastných a cudzích zdrojov. Umožňujú tiež merať veriteľské riziko. S rastom zadlženosti rastie toto riziko. Pri vyššej zadlženosti spoločnosti sú akcie zároveň považované za rizikovejšie¹⁴.

- **Ukazovateľ celkovej zadlženosti**

Ide o základný ukazovateľ zadlženosti. Počíta sa ako podiel cudzích zdrojov na celkových aktívach. Odporúčané hodnoty tohto ukazovateľa sa pohybujú medzi 30 až 60 %. Spoločnosť je však vždy nutné porovnávať v rámci odvetvia¹⁵.

$$\text{Celková zadlženosť} = \frac{\text{Cudzie zdroje}}{\text{Celkové aktíva}}$$

Vzorec 4: Celková zadlženosť¹⁶

1.1.3 Ukazovatele tržnej hodnoty

Tieto ukazovatele umožňujú analýzu spoločnosti pomocou burzových indikátorov. Poskytujú významné informácie hlavne pre investorov a potenciálnych investorov. Medzi najvýznamnejšie ukazovatele tržnej hodnoty možno zaradiť účtovnú hodnotu akcie, P/E a P/B¹⁷.

- **P/E ratio**

Tento ukazovateľ je niekedy označovaný aj ako **bežné P/E** (price to earnings ratio). Ide o pomer kurzu akcie k zisku pripadajúcemu na akciu. Táto hodnota je často zverejňovaná burzovými správami či stránkami pre investorov. Investor vďaka nemu môže zistiť, či je akcia nadhodnotená či podhodnotená na základe toho, že porovná P/E

¹³ KNÁPKOVÁ, Adriana, Drahomíra PAVELKOVÁ, Daniel REMEŠ a Karel ŠTEKER. *Finanční analýza: komplexní průvodce s příklady*. Praha: Grada, 2017, s. 100. ISBN 978-80-271-0563-2.

¹⁴ RŮČKOVÁ, Petra. *Finanční analýza: metody, ukazatele, využití v praxi*. Praha: Grada, 2019, s. 67. ISBN 978-80-271-2028-4.

¹⁵ KNÁPKOVÁ, Adriana, Drahomíra PAVELKOVÁ, Daniel REMEŠ a Karel ŠTEKER. *Finanční analýza: komplexní průvodce s příklady*. Praha: Grada, 2017, s. 88. ISBN 978-80-271-0563-2.

¹⁶ KNÁPKOVÁ, Adriana, Drahomíra PAVELKOVÁ, Daniel REMEŠ a Karel ŠTEKER. *Finanční analýza: komplexní průvodce s příklady*. Praha: Grada, 2017, s. 88. ISBN 978-80-271-0563-2.

¹⁷ RŮČKOVÁ, Petra. *Finanční analýza: metody, ukazatele, využití v praxi*. Praha: Grada, 2019, s. 71. ISBN 978-80-271-2028-4.

firmy s jej konkurentmi (porovnateľnými firmami v odvetví). Ak je P/E danej firmy vyššie, tak je nadhodnotená a naopak¹⁸.

$$P/E = \frac{\text{tržná cena akcie}}{\text{zisk na akciu}}$$

Vzorec 5: bežné P/E ratio¹⁹

- **Účtovná hodnota akcie**

Účtovná hodnota akcie (angl. BV - book value) by mala v čase rásť, vďaka čomu sa akcia javí finančne atraktívnejšia pre investorov. Účtovná hodnota predstavuje vstupný údaj pre výpočet pomeru P/B²⁰.

$$BV = \frac{\text{Vlastný kapitál}}{\text{Počet emitovaných akcií}}$$

Vzorec 6: Účtovná hodnota akcie

- **P/B ratio**

Tento ukazovateľ vyjadruje pomer ceny a účtovnej hodnoty akcie. Ak je ukazovateľ menší ako 1, znamená to, že investori nejavia o spoločnosť záujem, nepovažujú ju za perspektívnu, alebo je akcia podhodnotená. Jeho hodnota by nemala byť vyššia ako 4. Ideálne je, keď je nižšia ako 2²¹.

$$P/B = \frac{\text{tržná cena akcie}}{\text{účtovná hodnota akcie}}$$

Vzorec 7: P/B ratio²²

- **Dividendový výplatný pomer**

Výplatný pomer predstavuje základný indikátor dividendovej politiky spoločnosti. Vypočíta sa ako pomer dividendy na akciu (DPS – dividend per share) a čistého zisku na akciu (EPS - earnings per share)²³.

¹⁸ KNÁPKOVÁ, Adriana, Drahomíra PAVELKOVÁ, Daniel REMEŠ a Karel ŠTEKER. *Finanční analýza: komplexní průvodce s příklady*. Praha: Grada, 2017, s. 111. ISBN 978-80-271-0563-2.

¹⁹ KNÁPKOVÁ, Adriana, Drahomíra PAVELKOVÁ, Daniel REMEŠ a Karel ŠTEKER. *Finanční analýza: komplexní průvodce s příklady*. Praha: Grada, 2017, s. 111. ISBN 978-80-271-0563-2.

²⁰ RŮČKOVÁ, Petra. *Finanční analýza: metody, ukazatele, využití v praxi*. Praha: Grada, 2019, s. 71. ISBN 978-80-271-2028-4.

²¹ KOTULIČ, Rastislav, Peter KIRÁLY a Miroslava RAJČÁNIOVÁ. *Finančná analýza podniku*. Bratislava: Iura Edition, 2010, s. 72. ISBN 978-80-8078-342-6.

²² KNÁPKOVÁ, Adriana, Drahomíra PAVELKOVÁ, Daniel REMEŠ a Karel ŠTEKER. *Finanční analýza: komplexní průvodce s příklady*. Praha: Grada, 2017, s. 112. ISBN 978-80-271-0563-2.

²³ REJNUŠ, Oldřich. *Finanční trhy*. Praha: Grada, 2014, s. 280. ISBN 978-80-247-3671-6.

$$\text{Výplatný pomer} = \frac{\text{DPS}}{\text{EPS}}$$

Vzorec 8: Dividendový výplatný pomer²⁴

- **P/IV ratio**

Na záver tejto podkapitoly je ešte nutné uviesť jeden ukazovateľ, ktorý bude v práci využitý. Ukazovateľ sa využíva v situácií, keď investor stanoví vnútornú hodnotu viacerých akcií a jeho cieľom je vybrať tú najviac podhodnotenú akciu. Aby bolo možné porovnať podhodnotenosť, resp. nadhodnotenosť akcií, využije sa tento ukazovateľ. Ako názov napovedá, ide o pomer **ceny** (P - price) a **vnútornej hodnoty** (IV – intrinsic value) akcie. Akcia je považovaná za podhodnotenú, ak je P/IV nižšie ako 1²⁵.

1.2 Modely oceňovania akcií

Táto podkapitola sa zaoberá modelmi, ktoré umožňujú stanoviť vnútornú hodnotu akcie. V jej prvej časti sú popísané vstupné veličiny oceňovacích modelov. Druhá časť je venovaná dividendovým modelom, tretia časť ziskovým modelom a posledná časť sa zaoberá cash flow modelmi.

1.2.1 Vstupné veličiny oceňovacích modeloch

Skôr než budú popísané jednotlivé modely oceňovania akcií je nutné si zadať veličiny, bez ktorých by tieto modely nebolo možné počítať. Základnou je požadovaná výnosová miera.

- **Požadovaná výnosová miera**

Mnohé modely pre svoj výpočet vyžadujú, aby analytik/investor stanovil požadovanú výnosovú mieru. Tá sa v jednotlivých modeloch dostáva do menovateľa a je potrebná pre diskontovanie očakávaných dividend, ziskov či peňažných tokov. Požadovanú mieru možno zisťovať viacerými metódami, no v tejto práci bude použitý a predstavený Capital Assets Pricing Model (CAPM).

Podľa CAPM vychádza požadovaná výnosová miera z nasledujúceho vzorca:

²⁴ REJNUŠ, Oldřich. *Finanční trhy*. Praha: Grada, 2014, s. 280. ISBN 978-80-247-3671-6.

²⁵ JUN, Jae. Best stock valuation ratios. *Old School Value* [online]. Rye: Old School Value, 2020 [cit. 2020-05-09]. Dostupné z: <https://www.oldschoolvalue.com/stock-valuation/best-stock-valuation-ratios/>

$$K_e = R_f + \beta(R_m - R_f)$$

Vzorec 9: Požadovaná výnosová miera²⁶

kde:

K_e je požadovaná výnosová miera

R_f je bezriziková výnosová miera (výnosnosť štátnych pokladničných poukázok)

β je beta faktor (porovnáva volatilitu akcie voči akciovému trhu)

R_m je výnosová miera tržného akciového portfólia

Beta faktor akcie i možno vypočítať podľa nasledujúceho vzorca.

$$\beta_i = \frac{\text{kovariancia akcie i s tržným portfóliom}}{\text{rozptyl tržného portfólia}}$$

Vzorec 10: Beta koeficient²⁷

- **Miera rastu dividend a zisku**

Dôležitým faktorom, ktorý vstupuje do mnohých modelov založených na Gordonovom modeli je miera rastu dividend. Existuje mnoho spôsobov výpočtu miery rastu dividend, resp. zisku. Jedným z možných prístupov je kalkulovať tzv. historickú mieru rastu dividend. V tomto prípade zistíme tempo rastu dividend v minulosti a predpokladáme, že toto tempo bude zachované i v budúcnosti²⁸. Základný vzorec pre výpočet miery rastu dividend má nasledujúci vzťah:

$$g = \sqrt[t]{\frac{D_M}{D_S}} - 1$$

Vzorec 11: Miera rastu dividend²⁹

kde:

g je miera rastu dividend

²⁶ MUSÍLEK, Petr. *Trhy cenných papírů*. Praha: Ekopress, 2011, s. 365. ISBN 978-80-86929-70-5.

²⁷ DAMODARAN, Aswath. *Damodaran on Valuation: Security Analysis for Investment and Corporate Finance*. Hoboken: John Wiley, 2006, s. 32. Wiley Finance. ISBN 978-0-471-75121-2.

²⁸ VESELÁ, Jitka. *Investování na kapitálových trzích*. Praha: Wolters Kluwer ČR, 2011, s. 416. ISBN 978-80-7357-647-9.

²⁹ VESELÁ, Jitka. *Investování na kapitálových trzích*. Praha: Wolters Kluwer ČR, 2011, s. 417. ISBN 978-80-7357-647-9.

t je počet rokov medzi mladšou a staršou dividendou

D_M je mladšia dividend, resp. súčasná dividend

D_S je staršia dividend

Evidentným nedostatkom tohto výpočtu je, že stojí iba na dvoch dátach (mladšej a staršej dividende). Ak je teda iba jedno z týchto čísel výnimočne vysoké či nízke, zásadne to skreslí výslednú mieru rastu dividendy. Najjednoduchším spôsobom, ako sa vyhnúť tomuto nedostatku, je vypočítať mieru rastu dividend pre viacero rokov a následne túto hodnotu spriemerovať³⁰. Tento postup sa uvádza aj na mnohých investičných webových stránkach³¹. Práve táto metóda bude využitá v tejto práci. Investor môže využiť aritmetický či geometrický priemer, alebo medián³². Keďže nevýhodou aritmetického priemeru je jeho citlivosť na extrémne hodnoty, v prípade, že sa v skúmanej časovom rade objavujú extrémne hodnoty, bude využitý medián.

1.2.2 Dividendové modely

Vnútná hodnota akcie sa v dividendových modeloch odvíja od hodnoty očakávaných dividend. Za najkomplexnejšiu evaluačnú metódu sú považované dividendové diskontné modely. V dividendových diskontných modeloch je vnútná hodnota vyjadrená ako súčasná hodnota budúcich príjmov pre majiteľa akcie. Týmto príjmami sú myslené dividendy, a prípadne predajná cena akcie³³.

- **Gordonov model**

Jednou z najznámejších foriem dividendových diskontných modelov je Gordonov model. Vnútná hodnota (VH) sa v tomto modeli počíta nasledujúcim spôsobom:

³⁰ VESELÁ, Jitka. *Investování na kapitálových trzích*. Praha: Wolters Kluwer ČR, 2011, s. 417. ISBN 978-80-7357-647-9.

³¹ CHEN, James, 2020. Dividend Growth Rate. *Investopedia* [online]. New York: Dotdash, Mar 7, 2020 [cit. 2020-05-06]. Dostupné z: <https://www.investopedia.com/terms/d/dividendgrowthrate.asp>

³² VESELÁ, Jitka. *Investování na kapitálových trzích*. Praha: Wolters Kluwer ČR, 2011, s. 417. ISBN 978-80-7357-647-9.

³³ VESELÁ, Jitka. *Investování na kapitálových trzích*. Praha: Wolters Kluwer ČR, 2011, s. 340. ISBN 978-80-7357-647-9.

$$VH = \frac{D_1}{K_e - g}$$

Vzorec 12: Gordonov model³⁴

kde:

D_1 je očakávaná dividend na konci prvého roku

K_e je požadovaná výnosová miera

g je očakávaná miera rastu dividend

Tento model je vo svojej podstate veľmi elegantný a jednoduchý na výpočet. Plyní z neho však niekoľko veľmi podstatných obmedzení³⁵:

- najlepšie sa hodí pre spoločnosti vo fáze dospelosti, ktoré súčasne vyplácajú voľné cash flow vo forme dividend (nehodí sa pre rýchlo rastúce firmy a pre firmy nevyplácajúce dividendy je nepoužiteľný)
- predpokladá sa konštantné tempo rastu dividend (t.j. model sa nehodí pre spoločnosti s nerovnomerným vyplácaním dividend, ani pre spoločnosti s nerovnomerným dosahovaním zisku)
- je extrémne citlivý na vstupné údaje
- táto citlivosť vyvoláva kritiku, že ide o akademický model, ktorý je v praxi ťažko využiteľný

- **Dividendový model na báze ROE**

Túto metódu popísal v knihe *Akciové investice* český investor Daniel Gladiš, ktorý ju v knihe označuje ako „metóda ROE“. Účelom tejto metódy je stanovenie vnútornej hodnoty akcie vďaka odhadu budúcich ziskov a dividend.

Súčasná hodnota je súčet očakávanej ceny a kumulatívnej hodnoty dividend do daného roku³⁶. Na základe tejto definície možno súčasnú hodnotu pre n období držby akcie vyjadriť nasledovne:

³⁴ MUSÍLEK, Petr. *Trhy cenných papírů*. Praha: Ekopress, 2011, s. 363. ISBN 978-80-86929-70-5.

³⁵ MUSÍLEK, Petr. *Trhy cenných papírů*. Praha: Ekopress, 2011, s. 366. ISBN 978-80-86929-70-5.

³⁶ GLADIŠ, Daniel. *Akciové investice*. Praha: Grada, 2015, s. 53. ISBN 978-80-247-5375-1.

$$SH = D_1 + D_2 + D_3 + \dots + D_n + E_n * (P/E)_{\text{odhadované}}$$

Vzorec 13: Súčasná hodnota akcie³⁷

Posledný člen v tomto vzorci možno upraviť vykrátením ziskom a dostaneme vzorec v nasledujúcom tvare:

$$SH = D_1 + D_2 + \dots + D_n + P_n$$

Vzorec 14: Súčasná hodnota akcie³⁸

Tento vzorec možno porovnať so vzorcom pre stanovenie súčasnej hodnoty akcie na báze dividendových diskontných modelov pre n období. Ten má nasledujúcu podobu:

$$VH = \frac{D_1}{(1+r_d)} + \frac{D_2}{(1+r_d)^2} + \dots + \frac{D_n + P_n}{(1+r_d)^n}$$

Vzorec 15: Vnútná hodnota akcie³⁹

Je zjavné, že tieto dva vzorce sa odlišujú iba tým, že v druhom vzorci sú jednotlivé členy diskontované na súčasnú hodnotu. Z toho vyplýva, že metódu ROE možno zaradiť medzi dividendové modely. Od dividendových diskontných modelov sa líši tým, že hodnoty budúcich dividend a ceny nie sú diskontované, resp. že metóda zanedbáva faktor času (časovú hodnotu peňazí).

Samotný výpočet potom prebieha nasledovne: metóda využíva predpoklad stabilnej rentability vlastného kapitálu a stabilného výplatného pomeru. Rentabilita vlastného kapitálu je počítaná nasledovne⁴⁰:

$$ROE = \frac{\text{Čistý zisk pripadajúci na bežných akcionárov z roku } t}{\text{Vlastný kapitál na konci roku } (t-1)}$$

Vzorec 16: Rentabilita vlastného kapitálu pre dividendový model⁴¹

Odhadovaný vlastný kapitál roku t je počítaný ako súčet vlastného kapitálu roku (t-1) a časť zisku z roku t, ktorá nebola vyplatená formou dividend. Vynásobením odhadovaného vlastného kapitálu na konci roku t a vypočítanej ROE možno získať odhadovaný zisk v roku (t+1). Takýmto spôsobom možno odhadnúť čistý zisk

³⁷ Vlastné spracovanie podľa: GLADIŠ, Daniel. *Akciové investice*. Praha: Grada, 2015, s. 53. ISBN 978-80-247-5375-1.

³⁸ Vlastné spracovania

³⁹ REJNUŠ, Oldřich. *Finanční trhy*. Praha: Grada, 2014, s. 250. ISBN 978-80-247-3671-6.

⁴⁰ GLADIŠ, Daniel. *Akciové investice*. Praha: Grada, 2015, s. 52. ISBN 978-80-247-5375-1.

⁴¹ Vlastné spracovanie podľa: GLADIŠ, Daniel. *Akciové investice*. Praha: Grada, 2015, s. 52. ISBN 978-80-247-5375-1.

pripadajúci na bežných akcionárov v budúcich rokoch a následne rozdelením počtom akcií aj zisk pripadajúci na jednu akciu⁴².

Posledným krokom je odhad budúcej ceny akcie. Ten možno vypočítať tak, že sa odhadovaný zisk na akciu vynásobí primeraným P/E.

1.2.3 Ziskové modely

Podstatou ziskových modelov je snaha investorov oceniť spoločnosti na základe ich dosahovaného či očakávaného zisku. Dôležitým poznatkom je, že v investičnej praxi sú využívané častejšie než akademické dividendové diskontné modely.

- **Normálne P/E ratio**

Ukazovateľ bežné P/E, ktorý bol popísaný v predchádzajúcej podkapitole neumožňuje vyčíslieť vnútornú hodnotu akcie. Pre stanovenie vnútornej hodnoty je potrebné zistiť normálne P/E (P/E_n). P/E_n možno označiť aj ako P/E_1 , ide vlastne o cenu akcie podelenú očakávaným ziskom. Normálne P/E je možné získať viacerými metódami. Jednou z najjednoduchších je vyjsť z Gordonovho modelu⁴³.

$$P = \frac{D_1}{K_e - g}$$

Vzorec 17: Gordonov model⁴⁴

Po rozdelení celej rovnice očakávaným ziskom E_1 , získa rovnica tvar:

$$P/E_1 = \frac{D_1/E_1}{K_e - g}$$

Vzorec 18: Odvodenie normálneho P/E

V čitateli sa objavil výraz D_1/E_1 , ide o podiel očakávanej dividendy na očakávanom zisku. V čitateli sa teda nachádza očakávaný dividendový výplatný pomer (dividend payout ratio), ktorý môžeme označovať „ p_1 “. Tento výplatný pomer je uvažovaný ako konštantný⁴⁵.

⁴² GLADIŠ, Daniel. *Akciové investície*. Praha: Grada, 2015, s. 52. ISBN 978-80-247-5375-1.

⁴³ VESELÁ, Jitka. *Investování na kapitálových trzích*. Praha: Wolters Kluwer ČR, 2011, s. 373. ISBN 978-80-7357-647-9.

⁴⁴ MUSÍLEK, Petr. *Trhy cenných papírů*. Praha: Ekopress, 2011, s. 363. ISBN 978-80-86929-70-5.

⁴⁵ VESELÁ, Jitka. *Investování na kapitálových trzích*. Praha: Wolters Kluwer ČR, 2011, s. 373. ISBN 978-80-7357-647-9.

$$P/E_1 = \frac{P_1}{K_e - g}$$

Vzorec 19: Normálne P/E ratio⁴⁶

Pre výpočet vnútornej hodnoty akcie je potrebné vynásobiť normálne P/E očakávaným ziskom⁴⁷. Vzorec má nasledujúci tvar:

$$VH = E_1 * P/E_1$$

Vzorec 20: Výpočet vnútornej hodnoty z normálneho P/E⁴⁸

- **Sharpovo P/E ratio**

Podobne ako normálne P/E vychádza Sharpovo P/E z Gordonovho modelu. Očakávaná dividendu D_1 sa vyjadří ako súčasná dividendu zvýšená o očakávaný rast dividend g .

$$P = \frac{D_1}{K_e - g} = \frac{(1 + g) * D_0}{K_e - g}$$

Vzorec 21: Úprava Gordonovho modelu

V tomto prípade sa rovnica delí dosiahnutým čistým ziskom E .

$$P/E = \frac{(1 + g) * D_0/E}{K_e - g}$$

Vzorec 22: Odvodenie Sharpovho P/E

Pomer D_0/E , ktorý sa nachádza v čitateli predstavuje dosiahnutý dividendový výplatný pomer. Ak ho označíme „ p “, dostaneme rovnicu v nasledujúcom tvare:

$$P/E = \frac{(1 + g) * p}{K_e - g}$$

Vzorec 23: Sharpovo P/E⁴⁹

Nadhodnotenost', resp. podhodnotenost' akcie potom plyní zo vzťahu medzi Sharpovým a bežným P/E ratio.

- Ak je Sharpovo P/E vyššie ako bežné, akcia je podhodnotená.

⁴⁶ VESELÁ, Jitka. *Investování na kapitálových trzích*. Praha: Wolters Kluwer ČR, 2011, s. 374. ISBN 978-80-7357-647-9.

⁴⁷ VESELÁ, Jitka. *Investování na kapitálových trzích*. Praha: Wolters Kluwer ČR, 2011, s. 375. ISBN 978-80-7357-647-9.

⁴⁸ VESELÁ, Jitka. *Investování na kapitálových trzích*. Praha: Wolters Kluwer ČR, 2011, s. 375. ISBN 978-80-7357-647-9.

⁴⁹ VESELÁ, Jitka. *Investování na kapitálových trzích*. Praha: Wolters Kluwer ČR, 2011, s. 376. ISBN 978-80-7357-647-9.

- Ak je bežné P/E vyššie ako Sharpovo, akcia je nadhodnotená.
- Ak sú rovnaké, akcia je ocenená správne⁵⁰.

1.2.4 Cash Flow modely

Tieto oceňovacie modely sú založené na voľnom peňažnom toku. Free cash flow predstavuje peňažný tok, ktorý firma vygeneruje (po zdanení) po úprave o odpisy a amortizáciu, zmeny v čistom pracovnom kapitále a kapitálové výdaje. Dva základné cash flow modely sú FCFE (Free Cash Flow to Equity) a FCFF (Free Cash Flow to Firm)⁵¹. V tejto práci bude využitý model FCFE.

- **Free Cash Flow to Equity (FCFE Model)**

Tento model umožňuje stanoviť vnútornú hodnotu akcie pre akcionárov. Pre jeho výpočet je potrebné stanoviť tokovú veličinu FCFE. Postup jej výpočtu je nasledujúci:

FCFE = očakávaný čistý zisk + očakávané odpisy – očakávané kapitálové výdaje – zmena očakávaného pracovného kapitálu + nový cudzí kapitál znížený o splátky dlhov

Takto vypočítané FCFE sa ďalej vloží do dividendového diskontného modelu⁵². Nový cudzí kapitál znížený o splátky dlhov sa v niektorých anglických zdrojoch skrátene označuje ako čistý dlh (angl. net debt)⁵³. Táto terminológia je použitá aj v práci.

1.3 Metódy multikriteriálneho rozhodovania

Pri rozhodovaní o investíciách investori (resp. správcovia portfólií) súbežne hodnotia akcie rôznych spoločností a musia porovnávať viacero finančných ukazovateľov. Dostávajú sa tak k problému viackriteriálneho rozhodovania. Na riešenie tohto problému možno využiť rôzne matematicko-štatistické metódy. Medzi tieto metódy patria napr.⁵⁴:

- Metóda jednoduchého (resp. váženého) súčtu poradí
- Metóda jednoduchého (resp. váženého) podielu

⁵⁰ VESELÁ, Jitka. *Investování na kapitálových trzích*. Praha: Wolters Kluwer ČR, 2011, s. 377. ISBN 978-80-7357-647-9.

⁵¹ VESELÁ, Jitka. *Investování na kapitálových trzích*. Praha: Wolters Kluwer ČR, 2011, s. 394. ISBN 978-80-7357-647-9.

⁵² VESELÁ, Jitka. *Investování na kapitálových trzích*. Praha: Wolters Kluwer ČR, 2011, s. 395. ISBN 978-80-7357-647-9.

⁵³ How to Calculate FCFE from Net Income. *CFI* [online]. Vancouver: CFI Education, c2015-2020 [cit. 2020-02-12]. Dostupné z: <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/accounting/how-to-calculate-fcfe-from-net-income/>

⁵⁴ REJNUŠ, Oldřich. *Finanční trhy*. Praha: Grada, 2014, s. 290. ISBN 978-80-247-3671-6.

- Bodovacia metóda

V tejto práci bude využitá bodovacia metóda. Pri využití tejto metódy je spoločnosti, ktorá dosiahla najlepšiu hodnotu daného ukazovateľa, priradených 100 bodov⁵⁵. V prípade, že ide o maximalizačné kritérium, ostatným spoločnostiam sú body pridelené na základe vzorca:

$$b_{ij} = \frac{X_{ij}}{X_{i \max}} * 100$$

Vzorec 24: Stanovenie počtu bodov pri maximalizačnom kritériu v bodovacej metóde⁵⁶

Ak ide o minimalizačné kritérium, vzorec je upravený nasledovne:

$$b_{ij} = \frac{X_{i \min}}{X_{ij}} * 100$$

Vzorec 25: Stanovenie počtu bodov pri minimalizačnom kritériu v bodovacej metóde⁵⁷

kde:

b_{ij} je bodové ohodnotenie i-tej spoločnosti pre j-ty ukazovateľ

X_{ij} je hodnota j-teho ukazovateľa v i-tej spoločnosti

$X_{i \max}$ je najvyššia hodnota j-teho ukazovateľa v prípade maximalizačného kritéria

$X_{i \min}$ je najnižšia hodnota j-teho ukazovateľa v prípade minimalizačného kritéria

Integrálny ukazovateľ sa následne vypočíta ako priemer bodov, ktoré spoločnosť získala za jednotlivé ukazovatele. V prípade jednotkových váh má vzorec nasledovný tvar:

$$d_i = \sum_{j=1}^m b_{ij}$$

Vzorec 26 : Integrálny ukazovateľ pri bodovacej metóde⁵⁸

⁵⁵ REJNUŠ, Oldřich. *Finanční trhy*. Praha: Grada, 2014, s. 296. ISBN 978-80-247-3671-6.

⁵⁶ REJNUŠ, Oldřich. *Finanční trhy*. Praha: Grada, 2014, s. 296. ISBN 978-80-247-3671-6.

⁵⁷ REJNUŠ, Oldřich. *Finanční trhy*. Praha: Grada, 2014, s. 296. ISBN 978-80-247-3671-6.

⁵⁸ REJNUŠ, Oldřich. *Finanční trhy*. Praha: Grada, 2014, s. 296. ISBN 978-80-247-3671-6.

2 ANALÝZA SÚČASNÉHO STAVU

Táto kapitola sa delí na štyri časti. Prvá časť sa venuje testovaniu základných oceňovacích akciových modelov. Cieľom tejto podkapitoly je vybrať modely, ktoré sú najvhodnejšie pre oceňovanie akcií európskych potravinárskych spoločností. Druhá časť sa venuje prvotnému výberu spoločností, ktoré budú následne analyzované. Tretia časť obsahuje analýzu vybraných spoločností pomocou pomerových ukazovateľov a tiež výpočet vnútorných hodnôt ich akcií. Posledná, štvrtá časť pomocou bodovacej metódy porovnáva spoločnosti medzi sebou na základe hodnôt vypočítaných v tretej časti.

2.1 Testovanie oceňovacích modelov

V tejto podkapitole budú testované vybrané oceňovacie modely na európskych potravinárskych spoločnostiach. Ako počiatočný bod oceňovania bol zvolený koniec júna 2015. Bol zvolený koniec prvého kalendárneho polroka, pretože väčšina spoločností zverejňuje svoje výročné správy počas prvého polroka. Cieľom tejto podkapitoly je ohodnotiť vybrané spoločnosti pomocou Gordonovho modelu, bežného P/E, normálneho P/E, Sharpovho P/E a FCFE modelu a zistiť, ktoré z týchto modelov sú najvhodnejšie pre oceňovanie európskych potravinárskych spoločností.

2.1.1 Výber a popis analyzovaných spoločností

Do tohto testovania bolo náhodne vybraných päť nadnárodných európskych potravinárskych verejne obchodovateľných spoločností. Spoločnosti, na ktorých budú testované oceňovacie modely, sú:

1. Nestlé
2. Associated British Foods
3. Danone
4. Bel
5. Glanbia

2.1.2 Analýza dát

V tejto časti budú najskôr zistené vstupné veličiny pre oceňovacie modely. Následne budú počítané samotné modely.

2.1.2.1 Požadovaná výnosová miera

Prvá časť tejto podkapitoly sa venuje stanoveniu požadovanej výnosovej miery pre spoločnosti, na ktorých budú testované evaluačné modely. Pre všetky analyzované spoločnosti bude požadovaná výnosová miera počítaná pomocou modelu CAPM. Pre jej výpočet je nutné zistiť tri vstupné údaje: bezrizikovú výnosovú mieru, výnosovú mieru tržného portfólia a beta koeficient.

Bezriziková výnosová miera

Za hodnotu bezrizikovej výnosovej miery je dosadzovaná anualizovaná výnosnosť trojmesačných štátnych pokladničných poukážok krajiny, v ktorej daná spoločnosť sídli.

Výnosnosť švajčiarskych štátnych pokladničných poukážok k 30.6. 2015 bola na úrovni -1,05 %⁵⁹. Výnosnosť francúzskych štátnych pokladničných poukážok k 1.7. 2015 činila -0,17 %⁶⁰. Anualizovaná výnosnosť britských štátnych pokladničných poukážok z 30.6. 2015 činila podľa databázy Bank of England 0,5 %⁶¹. Výnosnosť trojmesačných írskych pokladničných poukážok na konci júna 2015 bola -0,01 %⁶².

Prehľad bezrizikovej výnosovej miery je sumarizovaný v tabuľke.

Tabuľka 1: Bezriziková výnosová miera k 30.6. 2015 vo vybraných krajinách⁶³

Krajina	r_f
Švajčiarsko	-1,05 %
Francúzsko	-0,17 %
Spojené kráľovstvo	0,50 %
Írsko	-0,01 %

⁵⁹ Switzerland 3-Month Bond Yield. *Investing.com* [online]. Nikózia: Fusion Media Limited, c2007-2020 [cit. 2020-04-27]. Dostupné z: <https://www.investing.com/rates-bonds/switzerland-3-month-bond-yield-historical-data>

⁶⁰ France 3-Month Bond Yield. *Investing.com* [online]. Nikózia: Fusion Media Limited, c2007-2020 [cit. 2020-04-27]. Dostupné z: <https://www.investing.com/rates-bonds/france-3-month-bond-yield-historical-data>

⁶¹ End month level of discount rate, 3 month Treasury bills. *Bank of England* [online]. Londýn: Bank of England, c2020 [cit. 2020-04-27]. Dostupné z: <https://www.bankofengland.co.uk/boeapps/database/fromshowcolumns.asp?Travel=NIxAZxSUx&FromSeries=1&ToSeries=50&DAT=RNG&FD=1&FM=Jan&FY=2010&TD=11&TM=May&TY=2025&FNY=Y&CSVF=TT&html.x=66&html.y=26&SeriesCodes=IUMAJNB&UsingCodes=Y&Filter=N&title=IUMAJNB&VPD=Y>

⁶² Short-term interest rates. *OECD* [online]. Paríž: Organisation for Economic Co-operation and Development, c2018 [cit. 2020-04-27]. Dostupné z: <https://data.oecd.org/interest/short-term-interest-rates.htm>

⁶³ Vlastné spracovanie

Výnosová miera tržného portfólia

Ďalšou hodnotou potrebnou pre výpočet požadovanej výnosovej miery je výnosová miera tržného portfólia. Pre všetky spoločnosti hodnotené v tejto kapitole bude využitý priemer ročných výnosností hlavných indexov jednotlivých krajín v období 2005 - 2014. Pre spoločnosť Nestlé sa využije priemer výnosnosti SMI (Swiss Market Index)⁶⁴. Výnosnosť indexu je počítaná ako percentuálna zmena hodnoty indexu na konci roka voči hodnote indexu na konci predchádzajúceho roka. Výnosnosť francúzskeho tržného portfólia bola stanovená na základe priemeru ročných výnosností hlavného francúzskeho akciového indexu CAC 40⁶⁵. Výnosnosť britského tržného portfólia bola stanovená ako priemerná ročná výnosnosť indexu FTSE 100 v rokoch 2005 až 2014⁶⁶. Výnosnosť írskeho tržného portfólia bola vypočítaná ako priemerná ročná výnosnosť indexu ISEQ.

Tabuľka 2: Výnosnosť tržných indexov v rokoch 2005 -2014⁶⁷

Rok	Výnos SMI	Výnos CAC 40	Výnos FTSE 100	Výnos ISEQ
2005	33,21 %	23,40 %	16,71 %	18,82 %
2006	15,85 %	17,53 %	10,71 %	27,76 %
2007	-3,43 %	1,31 %	3,80 %	-26,29 %
2008	-34,77 %	-42,68 %	-31,33 %	-66,21 %
2009	18,27 %	22,32 %	22,07 %	26,96 %
2010	-1,68 %	-3,34 %	9,00 %	-3,02 %
2011	-7,77 %	-16,95 %	-5,55 %	0,58 %
2012	14,93 %	15,23 %	5,84 %	17,05 %
2013	20,24 %	17,99 %	14,43 %	33,64 %
2014	9,51 %	-0,54 %	-2,71 %	15,09 %

⁶⁴ *Investing.com* [online]. Nikózia: Fusion Media Limited, c2007-2020 [cit. 2020-04-27]. Dostupné z: investing.com

⁶⁵ CAC 40 Index (France) Yearly Returns. *Istock1.com* [online]. Istock1, 2020 [cit. 2020-04-27]. Dostupné z: http://www.istock1.com/istock1_757.htm

⁶⁶ Development of the FTSE 100 index from 1995 to 2019. *Statista* [online]. Hamburg: Statista, 2020, Jan 15, 2020 [cit. 2020-04-27]. Dostupné z: <https://www.statista.com/statistics/261764/annual-development-of-the-ftsenull-index/>

⁶⁷ Vlastné spracovanie

Priemerná výnosnosť švajčiarskeho tržného portfólia (získaná ako priemer hodnôt v Tab. 2) je 6,44 %. Priemerná výnosnosť francúzskeho tržného portfólia je 3,43 %. Priemerná ročná výnosnosť britského tržného portfólia činí 4,3 %. Priemerná výnosnosť indexu ISEQ tržného portfólia je 4,44 %.

Beta

Posledným vstupom potrebným pre výpočet požadovanej výnosovej miery je beta koeficient. Ten bol počítaný na základe mesačných hodnôt z obdobia júl 2012 až jún 2015. Zdrojové dáta pre výpočet beta koeficientu spoločnosti Nestlé sú v Prílohe 1. Výsledný beta koeficient má hodnotu 0,8593.

Hodnota trojročného beta koeficientu spoločnosti Danone vypočítaného za rovnaké obdobie je 0,611. Zdrojové dáta pre výpočet beta koeficientu sa nachádzajú v Prílohe 2.

Beta koeficient pre akcie ABF boli vypočítané na základe dát v Prílohe 3. Hodnota bety je 1,4745.

Beta koeficient spoločnosti Bel bol spočítaný z dát v Prílohe 2. Hodnota bety je 0,1545. Beta koeficient spoločnosti Glanbia bol počítaný z dát v Prílohe 4. Jeho hodnota u akcie Glanbia je 0,5754.

Výpočet požadovanej výnosovej miery K_e

Zo zistených hodnôt možno vypočítať požadovanú výnosovú mieru pre jednotlivé spoločnosti podľa vzorca č. 9, ktorý má tvar:

$$K_e = R_f + \beta(R_m - R_f)$$

kde:

R_f je bezriziková výnosová miera

β je beta faktor

R_m je výnosnosť tržného portfólia

Nasledujúca tabuľka obsahuje vstupné veličiny pre jednotlivé spoločnosti aj výslednú požadovanú výnosovú mieru.

Tabuľka 3: Požadovaná výnosová miera u hodnotených spoločností⁶⁸

Spoločnosť	r_f	r_m	β	K_e
Nestlé	-1,05 %	6,44 %	0,8593	5,39 %
Danone	-0,17 %	3,43 %	0,6110	2,03 %
ABF	0,50 %	4,30 %	1,4745	6,10 %
Bel	-0,17 %	3,43 %	0,1545	0,39 %
Glanbia	-0,01 %	4,44 %	0,5754	2,55 %

2.1.2.2 Miera rastu dividend

Pre výpočet vnútornej hodnoty Gordonovým modelom je nutné okrem požadovanej výnosovej miery stanoviť aj mieru rastu dividend a očakávanú dividendu v nasledujúcom roku (tj. v roku 2015). Očakávaná dividend v nasledujúcom roku je rovná aktuálnej ročnej dividende (t.j. z roku 2014) zvýšenej o mieru rastu dividend. V celej tejto kapitole bude miera rastu dividend počítaná ako aritmetický priemer (v prípade, že hodnoty budú obsahovať významné extrémny, bude využitý medián) rastu dividend v období 2009 až 2014.

Nestlé

Ak v práci nie je uvedené inak, všetky dáta a informácie o spoločnosti Nestlé boli čerpané z jej výročných správ, ktoré sú zverejnené na jej stránkach⁶⁹. Nasledujúca tabuľka obsahuje vývoj rastu čistého zisku a dividend pripadajúcich na jednu bežnú akciu v rokoch 2009 až 2014. Hodnoty čistého zisku a dividendy sú vo švajčiarskych frankoch (CHF).

Tabuľka 4: Vývoj ziskov a dividend na akciu Nestlé v rokoch 2009 až 2014⁷⁰

rok	2009	2010	2011	2012	2013	2014
čistý zisk	2,59	2,6	2,97	3,33	3,14	4,54
dividenda	1,6	1,85	1,95	2,05	2,15	2,2
miera rastu zisku		0,39 %	14,23 %	12,12 %	-5,71 %	44,59 %
miera rastu dividend		15,63 %	5,41 %	5,13 %	4,88 %	2,33 %
výplatný pomer	61,78 %	71,15 %	65,66 %	61,56 %	68,47 %	48,46 %

⁶⁸ Vlastné spracovanie⁶⁹ Publications. *Nestlé* [online]. Vevey: Nestlé, c2020 [cit. 2020-05-09]. Dostupné z: <https://www.nestle.com/investors/publications>⁷⁰ Vlastné spracovanie

Priemerná miera rastu dividend za sledované obdobie je 6,67 %. V sledovanom období je zrejmy postupné spomaľovanie rastu dividend. Pri tom hodnota 6,67 % je významne ovplyvnená rokom 2010, keď dividendy narástli o 15,63 %, pri čom v nasledujúcich rokoch už dividendy nikdy nerástli vyšším tempom než 6 %. Z toho dôvodu bude ako očakávaná miera rastu dividend v tomto prípade využitý medián, ktorý činí 5,13 %.

Danone

Ak v diplomovej práci nie je uvedené inak, všetky dáta a informácie o spoločnosti Danone boli čerpané z jej výročných správ, ktoré sú zverejnené na jej stránkach⁷¹. Vývoj čistého zisku pripadajúceho na akciu a dividendy na akciu je zobrazený v nasledujúcej tabuľke. Hodnoty zisku a dividend sú v eurách.

Tabuľka 5: Vývoj ziskov a dividend na akciu Danone v rokoch 2009 až 2014⁷²

rok	2009	2010	2011	2012	2013	2014
čistý zisk na akciu	2,41	3,05	2,77	2,78	2,42	1,88
dividenda na akciu	1,2	1,3	1,39	1,45	1,45	1,5
miera rastu zisku		26,56 %	-9,18 %	0,36 %	-12,95 %	-22,31 %
miera rastu dividend		8,33 %	6,92 %	4,32 %	0,00 %	3,45 %
výplatný pomer	49,79 %	42,62 %	50,18 %	52,16 %	59,92 %	79,79 %

Priemerná miera rastu dividend za sledované obdobie je 4,60 %.

Associated British Foods

Ak v diplomovej práci nie je uvedené inak, všetky dáta a informácie o spoločnosti ABF boli čerpané z jej výročných správ, ktoré sú zverejnené na jej stránkach⁷³. Nasledujúca tabuľka obsahuje vývoj zisku a dividend pripadajúcich na jednu bežnú akciu. Hodnoty čistého zisku a dividend sú v librách (GBP).

⁷¹ REGISTRATION DOCUMENTS. *Danone* [online]. Paríž: Danone, 2020 [cit. 2020-05-09]. Dostupné z: <https://www.danone.com/investor-relations/publications-events/registrations-documents.html>

⁷² Vlastné spracovanie

⁷³ Annual and Interim reports. *Associated British Foods plc* [online]. Londýn: Associated British Foods, c2012-2019 [cit. 2020-05-09]. Dostupné z: <http://www.abf.co.uk/investorrelations/reports>

Tabuľka 6: Vývoj ziskov a dividend na akciu ABF v rokoch 2009 až 2014⁷⁴

rok	2009	2010	2011	2012	2013	2014
čistý zisk na akciu	0,455	0,693	0,687	0,703	0,748	0,965
dividenda na akciu	0,21	0,238	0,2475	0,285	0,32	0,34
miera rastu zisku		52,31 %	-0,87 %	2,33 %	6,40 %	29,01 %
miera rastu dividend		13,33 %	3,99 %	15,15 %	12,28 %	6,25 %
výplatný pomer	46,15 %	34,34 %	36,03 %	40,54 %	42,78 %	35,23 %

Dividendy spoločnosti ABF rástli v sledovanom období priemerne o 10,2 %.

Bel

Ak v diplomovej práci nie je uvedené inak, všetky dáta a informácie o skupine Bel boli čerpané z jej výročných správ, ktoré sú zverejnené na jej stránkach⁷⁵. Podobne ako u ostatných spoločností, tabuľka 7 vyjadruje zistený vývoj zisku a dividend pripadajúcich na bežnú akciu v období 2009 – 2014. Hodnoty ziskov a dividend sú v eurách.

Tabuľka 7: Vývoj ziskov a dividend na akciu skupiny Bel v rokoch 2009 až 2014⁷⁶

rok	2009	2010	2011	2012	2013	2014
čistý zisk na akciu	12,43	17,03	14,05	18,79	18,44	18,07
dividenda na akciu	4,85	6,00	5,00	6,25	6,25	6,25
miera rastu zisku		37,01 %	-17,50 %	33,74 %	-1,86 %	-2,01 %
miera rastu dividend		23,71 %	-16,67 %	12,43 %	0,00 %	0,00 %
výplatný pomer	39,02 %	35,23 %	35,59 %	33,26 %	33,89 %	34,59 %

Dividendy spoločnosti rástli v sledovanom období priemerne o 6,41 %.

Glanbia

Ak v diplomovej práci nie je uvedené inak, všetky dáta a informácie o spoločnosti Glanbia boli čerpané z jej výročných správ, ktoré sú zverejnené na jej stránkach⁷⁷.

⁷⁴ Vlastné spracovanie

⁷⁵ Registration document. *Le Groupe Bel* [online]. Paríž: Le Groupe Bel, 2020 [cit. 2020-05-09]. Dostupné z: <https://www.groupe-bel.com/en/finance/regulatory-information/registration-document/>

⁷⁶ Vlastné spracovanie

⁷⁷ Results, reports & presentations. *Glanbia* [online]. Kilkenny: Glanbia, 2020 [cit. 2020-05-09]. Dostupné z: <https://www.glanbia.com/investors/results-reports-presentations/reports/2020>

Vývoj zisku aj dividendy pripadajúcich na akciu Glanbia je v tabuľke 8. Hodnoty sú uvádzané v eurocentoch.

Tabuľka 8: Vývoj ziskov a dividend na akciu Glanbie v rokoch 2009 až 2014⁷⁸

rok	2009	2010	2011	2012	2013	2014
čistý zisk na akciu	38,46	36,86	38,22	48,91	51,01	49,60
dividenda na akciu	6,84	7,52	8,27	9,09	10,00	11,00
miera rastu zisku		-4,16 %	3,69 %	27,97 %	4,29 %	-2,76 %
miera rastu dividend		9,94 %	9,97 %	9,92 %	10,01 %	10,00 %
výplatný pomer	17,78 %	20,40 %	21,64 %	18,59 %	19,60 %	22,18 %

Spoločnosť Glanbia deklaruje dividendovú politiku s desaťpercentným medziročným rastom dividend. Tento vývoj je viditeľný aj v tabuľke, keďže miera rastu dividend sa naozaj v celom sledovanom období drží veľmi blízko hodnoty 10 %. Odchýlky sú v tomto prípade spôsobené zaokrúhľovaním, preto bude aj vo výpočte využitých ako miera rastu dividend práve 10%.

Zhrnutie

Tabuľka 9 obsahuje vypočítané očakávané miery rastu dividend pre jednotlivé spoločnosti.

Tabuľka 9: Očakávaná miera rastu dividend u hodnotených spoločností⁷⁹

Spoločnosť	g
Nestlé	5,13 %
Danone	4,60 %
ABF	10,20 %
Bel	6,41 %
Glanbia	10,00 %

⁷⁸ Vlastné spracovanie

⁷⁹ Vlastné spracovanie

2.1.2.3 Gordonov model

Na základe zistenej očakávanej miery rastu dividend možno vypočítať očakávanú dividendu. Očakávaná dividenda sa počíta ako súčasná dividenda zvýšená o mieru rastu dividend. Údaje sú v tabuľke 10.

Tabuľka 10: Výpočet očakávaných dividend⁸⁰

Spoločnosť	D ₀	g	D ₁
Nestlé	2,2 CHF	5,13 %	2,31 CHF
Danone	1,5 €	4,60 %	1,569 €
ABF	0,34 GBP	10,2 %	0,375 GBP
Bel	6,25 €	6,41 %	6,65 €
Glanbia	11 centov	10,00 %	12,1 centa

Vypočítané hodnoty možno dosadiť do vzorca pre Gordonov model a zistiť vnútornú hodnotu akcií na základe tohto modelu. Vzorec pre Gordonov model má tvar zlomku, kde v čitateli je očakávaná dividenda a v menovateli požadovaná výnosová miera znížená o mieru rastu dividend.

Tabuľka 11: Vnútorná hodnota akcií vypočítaná Gordonovým modelom⁸¹

Spoločnosť	Výpočet	Vnútorná hodnota
Nestlé	$\frac{2,31}{0,0539 - 0,0513}$	888,46 CHF
Danone	$\frac{1,569}{0,0203 - 0,046}$	-61,05 €
ABF	$\frac{0,375}{0,061 - 0,102}$	-9,15 GBP
Bel	$\frac{6,65}{0,0039 - 0,0641}$	-110,47 €
Glanbia	$\frac{12,1}{0,0255 - 0,1}$	-162,42 centa (-16,24 €)

⁸⁰ Vlastné spracovanie

⁸¹ Vlastné spracovanie

Vnútna hodnota akcie Nestlé zistená Gordonovým modelom vychádza extrémne vysoká vplyvom extrémne malého rozdielu medzi požadovanou výnosovou mierou a mierou rastu dividend.

Keďže u akcií Danone, ABF, Bel a Glanbia je požadovaná výnosová miera nižšia ako miera rastu dividend, vychádza ich vnútorná hodnota akcie záporná.

V prípade Bel je to najmenej prekvapivý výsledok vzhľadom k extrémne nízkej požadovanej výnosovej sadzbe.

2.1.2.4 Bežné P/E ratio

Ukazovateľ bežné P/E neumožňuje stanoviť vnútornú hodnotu akcie. Umožňuje však relatívne ocenenie spoločností, teda zistiť, ktoré akcie sú „drahšie“ ako iné.

Výpočet bežného P/E je jednoduchý. Ide o podiel ceny akcie a zisku pripadajúceho na akciu. V tejto podkapitole sa pre výpočet využívali zatváracie ceny akcií z 30.6. 2015.

Tabuľka 12: Bežné P/E ratio hodnotených spoločností⁸²

Spoločnosť	Cena akcie	Zisk na akciu	Bežné P/E
Nestlé	67,5 CHF	4,54 CHF	14,87
Danone	57,99 €	1,88 €	30,85
ABF	28,71 GBP	0,965 GBP	29,75
Bel	321 €	18,07 €	17,76
Glanbia	17,63 €.	0,496 €.	35,54

2.1.2.5 Normálne P/E ratio

Výpočet normálneho P/E vyžaduje stanovenie očakávaného výplatného pomeru p_1 . Ten sa vypočíta ako podiel očakávanej dividendy a očakávaného zisku.

Očakávaná dividend sa vypočíta ako súčasná dividend zvýšená o mieru rastu dividend. Tento výpočet bol už vykonaný vyššie. Očakávaný zisk sa počíta analogicky, teda ako súčasný zisk zvýšený o mieru rastu zisku. Očakávaná miera rastu zisku bola stanovená ako priemerná miera rastu zisku za sledovanú obdobu, t.j. 2009 až 2014.

Tieto hodnoty pre jednotlivé firmy sú uvedené v tabuľke.

⁸² Vlastné spracovanie

Tabuľka 13: Výpočet očakávaných ziskov⁸³

Spoločnosť	E_0	g_e	E_1
Nestlé	4,54 CHF	13,12 %	5,14 CHF
Danone	1,88 €	-3,51 %	1,814 €
ABF	0,965 GBP	17,84 %	1,137 GBP
Bel	18,07 €	9,88 %	19,86 €
Glanbia	49,6 c	5,81 %	52,48 c

V tejto chvíli je možné vypočítať očakávaný výplatný pomer „p“ ako podiel očakávanej dividendy a očakávaného zisku.

Tabuľka 14: Výpočet očakávaných výplatných pomerov⁸⁴

Spoločnosť	D_1	E_1	p
Nestlé	2,31 CHF	5,14 CHF	0,449
Danone	1,569 €	1,814 €	0,86
ABF	0,375 GBP	1,137 GBP	0,33
Bel	6,65 €	19,86 €	0,33
Glanbia	12,1 c	52,48 c	0,23

Následne možno vypočítané dáta dosadiť do vzorca pre výpočet normálneho P/E. Vzorec má tvar zlomku, kde v čitateli je výplatný pomer „p“ a v menovateli je požadovaná výnosová miera znížená o mieru rastu zisku.

Tabuľka 15: Normálne P/E ratio hodnotených spoločností⁸⁵

Spoločnosť	Výpočet	P/E_N
Nestlé	$\frac{0,449}{0,0539-0,1312}$	-5,81
Danone	$\frac{0,86}{0,0203+0,0351}$	15,52
ABF	$\frac{0,33}{0,061-0,1784}$	-2,81

⁸³ Vlastné spracovanie

⁸⁴ Vlastné spracovanie

⁸⁵ Vlastné spracovanie

Bel	$\frac{0,33}{0,0039 - 0,0988}$	-3,48
Glanbia	$\frac{0,23}{0,0255 - 0,0581}$	-7,06

Samotné normálne P/E nepredstavuje vnútornú hodnotu akcie. Preto je nutné túto hodnotu vynásobiť očakávaným ziskom. Súčin je potom rovný vnútornej hodnote akcie. Výpočet je v nasledujúcej tabuľke.

Tabuľka 16: : Vnútorná hodnota akcií vypočítaná normálnym P/E⁸⁶

Spoločnosť	Výpočet	VH
Nestlé	$-5,81 * 5,14$	-29,86 CHF
Danone	$15,52 * 1,814$	28,15 €
ABF	$-2,81 * 1,137$	-3,19 GBP
Bel	$-3,48 * 19,86$	-69,11 €
Glanbia	$-7,06 * 52,48$	-370,26 c (-3,70 €)

U väčšiny akcií došlo opäť k záporným vnútorným hodnotám kvôli tomu, že miera rastu zisku je vyššia ako požadovaná výnosová miera.

2.1.2.6 Sharpovo P/E ratio

Predposledný model, ktorý bude testovaný v tejto podkapitole je Sharopovo P/E. Výpočet tohto ukazovateľa pozostáva zo zlomku. V čitateli je súčin výplatného pomeru „p“ a miery rastu dividend zvýšenej o jeden. V menovateli je rozdiel požadovanej výnosovej miery a miery rastu dividend. Výpočet je obsiahnutý v nasledujúcej tabuľke.

Tabuľka 17: Sharpovo P/E ratio⁸⁷

Spoločnosť	Výpočet	P/E_{Sharp}
Nestlé	$\frac{0,449 * 1,0513}{0,0539 - 0,0513}$	181,55
Danone	$\frac{0,86 * 1,046}{0,0203 - 0,046}$	-35,00

⁸⁶ Vlastné spracovanie

⁸⁷ Vlastné spracovanie

ABF	$\frac{0,33 * 1,102}{0,061 - 0,102}$	-8,87
Bel	$\frac{0,33 * 1,0641}{0,0039 - 0,0641}$	-5,83
Glanbia	$\frac{0,23 * 1,1}{0,0255 - 0,1}$	-3,40

Vzhľadom k tomu, že Sharopovo P/E matematicky vychádza z Gordonovho modelu a majú rovnaký menovateľ, aj v tomto prípade sú výsledné vnútorné hodnoty väčšinou záporné.

2.1.2.7 Free Cash Flow to Equity

Posledným testovaným modelom je FCFE. Logika tohto modelu vychádza z Gordonovho modelu, a však čitateľ miesto očakávanej dividendy obsahuje veličinu FCFE. V menovateli je potom miera rastu dividend nahradená mierou rastu FCFE. Najskôr bolo nutné stanoviť FCFE za obdobie 2009 až 2014. Hodnoty pre jednotlivé spoločnosti sú v nasledujúcich tabuľkách.

Nestlé

Tabuľka 18 obsahuje výpočet Free Cash Flow to Equity spoločnosti Nestlé. Údaje sú v miliónoch švajčiarskych frankov.

Tabuľka 18: Výpočet FCFE spoločnosti Nestlé⁸⁸

položka \ rok	2009	2010	2011	2012	2013	2014
čistý zisk	10 428	34 233	9 487	10 611	10 015	14 456
odpisy a amortizácia	2 713	2 552	2 422	2 711	2 864	2 782
kapitálové výdaje	-4 641	-4 576	-4 779	-5 368	-4 928	-3 914
zmeny v pracovnom kapitále	2 442	-632	-1 837	1 988	1 360	-114
čistý dlh	1 886	-1 882	2 348	5 901	-4 520	-1 752
FCFE	10 942	31 577	5 293	9 942	9 311	13 210

⁸⁸ Vlastné spracovanie

Danone

Tabuľka 19 obsahuje výpočet Free Cash Flow to Equity spoločnosti Danone. Údaje v tabuľke sú v miliónoch eur.

Tabuľka 19: Výpočet FCFE spoločnosti Danone⁸⁹

položka \ rok	2009	2010	2011	2012	2013	2014
čistý zisk	1361	1870	1671	1672	1422	1119
odpisy a amortizácia	549	594	637	670	710	956
kapitálové výdaje	-699	-832	-885	-976	-1039	-984
zmeny v pracovnom kapitále	-92	77	162	333	224	35
čistý dlh	-4581	151	-248	1257	2596	-156
FCFE	-3462	1860	1337	2956	3913	970

Čistý dlh bol počítaný z položiek: dlhopisy vydané a dlhopisy splatené za obdobie, zníženie / zvýšenie ostatného krátkodobého a dlhodobého finančného dlhu.

Associated British Foods

Tabuľka 20 obsahuje výpočet Free Cash Flow to Equity spoločnosti Associated British Foods. Údaje sú v miliónoch libier.

Tabuľka 20: Výpočet FCFE spoločnosti ABF⁹⁰

položka \ rok	2009	2010	2011	2012	2013	2014
čistý zisk	359	546	541	555	591	762
amortizácia	85	89	96	122	130	94
odpisy	290	324	317	394	405	402
kapitálové výdaje	-545	-694	-794	-700	-593	-676
zmeny v pracovnom kapitále	46	193	-199	43	-97	100
čistý dlh	94	-355	348	-343	-388	-245
FCFE	329	103	309	71	48	437

Čistý dlh bol vypočítaný z nasledujúcich položiek: zaplatené úroky, nárast / pokles krátkodobých pôžičiek a nárast / pokles dlhodobých pôžičiek.

⁸⁹ Vlastné spracovanie

⁹⁰ Vlastné spracovanie

Bel

Tabuľka 21 obsahuje výpočet Free Cash Flow to Equity skupiny Bel. Údaje v tabuľke sú v tisícoch eur.

Tabuľka 21: Výpočet FCFE spoločnosti Bel⁹¹

položka \ rok	2009	2010	2011	2012	2013	2014
čistý zisk	84 954	116 380	96 103	128 425	125 785	122 895
amortizácia a odpisy	92 933	92 272	78 874	89 084	78 237	91 111
kapitálové výdaje	-78 922	-63 856	-74 682	-81 494	-149 245	-122 152
zmena pracovného kapitálu	-4 990	-7 097	-19 121	2 379	-6 713	-36 780
čistý dlh	-287 332	-103 414	-73 344	160 678	6 244	8 411
FCFE	-193 357	34 285	7 830	299 072	54 308	63 485

Pre výpočet čistého dlhu boli využité nasledujúce položky výkazu cash flow: príjem z pôžičiek a finančných dlhov, splácanie pôžičiek a finančných dlhov, vyplatené úroky a splácanie dlhov z finančného lízingu.

Glanbia

Tabuľka 22 obsahuje výpočet Free Cash Flow to Equity spoločnosti Glanbia. Všetky údaje v tabuľke sú v tisícoch eur.

Tabuľka 22: Výpočet FCFE spoločnosti Glanbia⁹²

položka \ rok	2009	2010	2011	2012	2013	2014
čistý zisk	112 676	108 047	112 178	143 790	150 330	146 313
amortizácia a odpisy	42 593	47 680	52 612	66 657	48 322	57 958
kapitálové výdaje	-51 187	-31 631	-47 239	-65 893	-94 897	-101 953
zmena pracovného kapitálu	-32 859	-124 980	-36 313	108 699	-80 698	-47 229
čistý dlh	15 734	20 897	65 080	-44 646	-162 921	137 929
FCFE	86 957	20 013	146 318	208 607	-139 864	193 018

Čistý dlh v rokoch bol v celom sledovanom vypočítaný ako čistý nárast / pokles výpožičiek znížený o platby za finančný leasing. V rokoch 2009 a 2010 spoločnosť inkasovala čisté príjmy z výpožičiek v objeme zhruba do 20 miliónov eur. V roku 2011

⁹¹ Vlastné spracovanie

⁹² Vlastné spracovanie

spoločnosť splatila časť svojich dlhov, keď zaznamenala výdaj vyše 160 miliónov eur, ale súčasne v tom roku spoločnosť zaznamenala aj príjem v hodnote takmer 227 miliónov eur z nového dlhu (umiestnenie súkromného dlhu). V roku 2012 a 2013 bol čistý dlh opäť záporný. Spoločnosť má takisto pomerne nestabilný vývoj kapitálových výdajov a zmien v pracovnom kapitále.

Výpočet vnútornej hodnoty na základe FCFE

Nasledujúca tabuľka obsahuje vývoj FCFE v sledovanom období u jednotlivých spoločností v absolútnom vyjadrení. Druhá tabuľka zase medziročnú zmenu (z ktorej je následne možné vypočítať mieru rastu FCFE (g_{FCFE})).

Tabuľka 23: Vývoj FCFE u hodnotených spoločností v rokoch 2009 až 2014⁹³

Spoločnosť	2009	2010	2011	2012	2013	2014	jednotky
Nestlé	10 942	31 577	5 293	9 942	9 311	13 210	mil. CHF
Danone	-3 462	1 860	1 337	2 956	3 913	970	mil. eur
ABF	329	103	309	71	48	437	mil. libier
Bel	-193 357	34 285	7 830	299 072	54 308	63 485	tis. eur
Glanbia	86 957	20 013	146 318	208 607	-139 864	193 018	tis. eur

Tabuľka 24: medziročné percentuálne zmeny vo FCFE u hodnotených spoločností⁹⁴

Spoločnosť	2010	2011	2012	2013	2014
Nestlé	188,59%	-83,24%	87,83%	-6,35%	41,88%
Danone	-153,73%	-28,12%	121,09%	32,37%	-75,21%
ABF	-68,69%	200,00%	-77,02%	-32,39%	810,42%
Bel	-117,73%	-77,16%	3719,57%	-81,84%	16,90%
Glanbia	-76,99%	631,11%	42,57%	-167,05%	-238,00%

Model FCFE je založený na predpoklade relatívne stabilného vývoja FCFE. Z prvej tabuľky vyplýva (a z druhej tabuľky je to ešte zjavnejšie), že vývoj voľného cash flow k vlastnému kapitálu je u vybraných spoločností taký nestabilný, že tento model je na odhad vnútornej hodnoty akcií európskych potravinárskych spoločností úplne nevhodný. Akákoľvek metóda, ktorá by bola využitá na stanovenie miery rastu FCFE

⁹³ Vlastné spracovanie

⁹⁴ Vlastné spracovanie

(g_{FCFE}) by dávala veľmi nepresné výsledky. Z toho dôvodu model FCFE na výpočet vnútornej hodnoty využitý nebude.

2.1.3 Zhodnotenie a diskusia

Cieľom tejto podkapitoly bolo otestovanie vybraných oceňovacích metód a modelov a výber tých, ktoré sú najvhodnejšie pre európske potravinárske spoločnosti. Výsledky testovania sú v nasledujúcej tabuľke.

Tabuľka 25: Súhrn výsledných vnútorných hodnôt a pomerov⁹⁵

Spoločnosť / model	VH (Gord. m.)	bežné P/E	VH (norm. P/E)	Sharp. P/E
Nestlé	888,46 CHF	14,87	-29,86 CHF	181,55
Danone	-61,05 €	30,85	28,15 €	-35,00
ABF	-9,15 GBP	29,75	-3,19 GBP	-8,87
Bel	-110,47 €	17,76	-69,11 €	-5,83
Glanbia	-16,24 €	35,54	-370,26 c	-3,40

Zrejme najdôležitejším poznatkom vyplývajúcim z tejto kapitoly je, že Gordonov model a modely od neho odvodené (normálne P/E, Sharpovo P/E...) nie sú pre ocenenie akcií nadnárodných európskych potravinárskych spoločností použiteľné. Tieto oceňovacie modely dávajú v takmer všetkých prípadoch záporné vnútorné hodnoty. Dôvodom je požadovaná výnosová miera. Tieto modely v menovateľoch obsahujú rozdiel požadovanej výnosovej miery a miery rastu dividend (resp. zisku). Avšak s využitím CAPM sa požadovaná výnosová miera pohybovala medzi 0,39 % a 6,1 %. Tri spoločnosti mali požadovanú výnosovú mieru nižšiu než tri percentá. Preto nie je prekvapivé, že vo väčšine prípadov vychádzali následne vnútorné hodnoty záporné.

Príčiny nízkej požadovanej výnosovej miery sú dve. Prvou je relatívne nízka hodnota beta koeficientov. Tá môže byť spôsobená nižšou volatilitou akcií potravinárskych spoločností. Druhou príčinou sú extrémne nízke hodnoty bezrizikovej výnosovej miery (výnosnosti trojmesačných štátnych pokladničných poukázok). Tie sa blížila nule, alebo sú dokonca záporné. Tieto nízke výnosnosti sú následkom expanzívnej monetárnej politiky centrálnych bánk.

⁹⁵ Vlastné spracovanie

V tejto práci bol využitý model CAPM, pretože podľa Damodarana ide o základný model pre stanovenie požadovanej výnosovej miery⁹⁶. CAPM je považovaný za základnú metódu oceňovania aj prof. Maříkom⁹⁷. Monetárna politika nízkych úrokových sadzieb však ovplyvnila ekonomické prostredie natoľko, že model CAPM už nemusí byť vhodnou metrikou na stanovenie požadovanej výnosovej miery pre európske potravinárske spoločnosti.

V praxi je možné tento problém vyriešiť niekoľkými spôsobmi, napr. stanoviť požadovanú výnosovú mieru alternatívnym modelom (napr. model APT, Fama-French trojfaktorový model, stavebnicový model...) či nevyužívať na oceňovanie akcií európskych potravinárskych spoločností modely, ktoré vyžadujú stanovenie požadovanej výnosovej miery.

Model FCFE sa takisto javí ako nevhodný pre ocenenie akcií európskych potravinárskych spoločností. Dôvodom je veľmi nestabilný vývoj voľného cash flow k vlastnému kapitálu. Táto nestabilita je v najväčšej miere spôsobená nestabilným vývojom čistého dlhu a zmien v ČPK u sledovaných spoločností.

Ako najvhodnejší sa javí ukazovateľ bežné P/E ratio. Tento pomer síce neumožňuje priamo vyčíslieť vnútornú hodnotu akcie, no napriek tomu prináša využiteľné výsledky.

V nasledujúcich častiach práce bude z týchto testovaných modelov využité bežné P/E ratio.

2.2 Výber analyzovaných spoločností

Táto podkapitola obsahuje vybrané základné informácie o hedgeovom fonde vrátane podmienok pre spoločnosti, ktoré môžu byť zaradené do portfólia. Na základe nich sú vybrané spoločnosti, ktoré budú v ďalšej podkapitole analyzované.

Vybrané základné informácie o fonde

Cieľom tejto diplomovej práce je navrhnúť portfólio hedgeového fondu, ktorého základné informácie sú uvedené nižšie.

⁹⁶ DAMODARAN, Aswath. *Damodaran on Valuation: Security Analysis for Investment and Corporate Finance*. Hoboken: John Wiley, 2006, s. 32. Wiley Finance. ISBN 978-0-471-75121-2.

⁹⁷ MAŘÍK, Miloš. *Metody oceňování podniku: proces ocenění, základní metody a postupy*. Praha: Ekopress, 2011, s. 51. ISBN 978-80-86929-67-5.

Názov fondu: Euro Food & Beverage Fund uzavretý investičný fond

Doba, na ktorú je fond založený: Fond je založený na dobu 5 rokov. Po uplynutí doby sa fond zmení na otvorený podielový fond.

Investičná stratégia: Fond uzatvára dlhé akciové pozície.

Finančné aktíva, ktoré môžu byť zaradené do portfólia: Fond sa zameriava na akcie nadnárodných európskych spoločností, ktoré sa venujú výrobe a spracovaniu potravín a nealkoholických nápojov. Spoločnosti zaradené do portfólia musia mať neprerušenu históriu dosahovania zisku v posledných piatich rokoch.

Výber spoločností

V nasledujúcej podkapitole budú hodnotené najväčšie spoločnosti (podľa tržieb v eurách z roku 2019), ktoré spĺňajú podmienky fondu. Spoločnosti, ktoré budú hodnotené v tejto práci boli vybrané na základe databázy Amadeus a správy o európskom potravinárskom priemysle organizácie FoodDrinkEurope ⁹⁸.

V nasledujúcej podkapitole budú hodnotené tieto spoločnosti:

1. Nestlé (tržby: 88 947 mil. €)
2. Danone (tržby: 25 287 mil. €)
3. Associated British Foods (tržby: 17 529 mil. €)
4. Orkla (tržby: 4 399 mil. €)
5. Glanbia (tržby: 3 876 mil. €)
6. Bell Food Group (tržby: 3 690 mil. €)
7. Bel Group (tržby: 3 403 mil. €)
8. Atria (tržby: 1 451 mil. €)

Tržby spoločností Danone, Glanbia, Bel Group a Atria boli získané z výročných správ. Tržby spoločností Nestlé, ABF a Bell Food Group, ktoré nezverejňujú finančné výkazy v eurách, keďže nesídli v krajinách eurozóny, boli získané z databázy Amadeus. Tržby

⁹⁸ Data & Trends: EU Food & Drink Industry 2019. Dostupné z: https://www.fooddrinkEurope.eu/uploads/publications_documents/FoodDrinkEurope_-_Data__Trends_2019.pdf.

spoločnosti Orkla boli prepočítané na základe kurzu uvádzaného Európskou centrálnou bankou k 31.12. 2019⁹⁹.

2.3 Analýza spoločností

V tejto časti budú zhodnotené vybrané spoločnosti z pohľadu tržieb, zisku, zadlženosti, rentability, dividend, ukazovateľov kapitálového trhu a bude stanovená vnútorná hodnota ich akcií.

2.3.1 Nestlé

Nestlé je jednou z najväčších potravinárskych a nápojových spoločností na svete. História spoločnosti začala v roku 1866 založením Anglo-Swiss Condensed Milk Company bratmi Pageovcami. Tá sa v roku 1905 spojila so spoločnosťou Henriho Nestlé a vznikol predchodca dnešnej Nestlé Group¹⁰⁰. Spoločnosť sídli v meste Vevey vo Švajčiarsku.

Svoje produkty spoločnosť rozdeľuje do týchto segmentov: práškové a tekuté nápoje (tvorí 25,09 % tržieb), vody (7,98 %), mliečne produkty a zmrzliny (14,33 %), výživa a zdravie (16,19 %), hotové jedlá a potravinárske prísady (13,17 %), cukrovinky (8,52 %) a starostlivosť o domáce zvieratá (14,72 %)¹⁰¹.

Spoločnosť má bohaté portfólio značiek; napr. cereálie Cheerios, Fitness či Nesquik; čokolády KitKak, Milkybar či Orion; kávy Nescafé alebo Nespresso; potravinárske prísady Maggi; nápoje Nestea alebo Nesquik; ale aj potravu pre zvieratá Friskies či Purina¹⁰². V Česku a na Slovensku do jej portfólia značiek patria i napríklad cukríky Bonpari, Jojo, Hašlerky či Lentilky, čokolády Margot, Deli, Kofila alebo Študentská pečat', ale aj napríklad Granko¹⁰³.

Zadlženosť

⁹⁹ Norwegian krone (NOK). *Euro* [online]. Frankfurt: European Central Bank, 2020 [cit. 2020-05-08].

Dostupné z:

https://www.ecb.europa.eu/stats/policy_and_exchange_rates/euro_reference_exchange_rates/html/eurofxref-graph-nok.en.html

¹⁰⁰ The Nestlé company history. *Nestlé* [online]. Vevey: Nestlé, c2020 [cit. 2020-04-27]. Dostupné z: <https://www.nestle.com/aboutus/history/nestle-company-history>

¹⁰¹ NESTLÉ. *Financial Statements 2019* [online]. Vevey: Nestlé, 2020, s. 86 [cit. 2020-04-27]. Dostupné z: <https://www.nestle.com/sites/default/files/2020-02/2019-financial-statements-en.pdf>

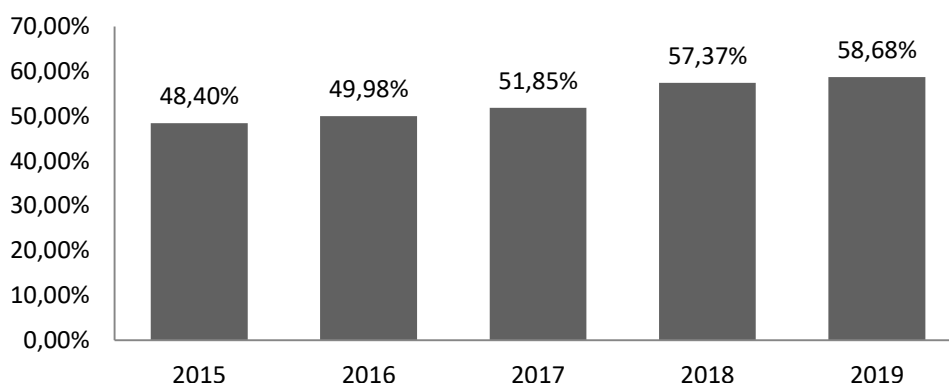
¹⁰² Our Brands. *Nestlé* [online]. Vevey: Nestlé, c2020 [cit. 2020-04-27]. Dostupné z:

<https://www.nestle.com/aboutus/history/nestle-company-history>

¹⁰³ Naše výrobky. *Nestlé* [online]. Prievidza: Nestlé Slovensko, 2020 [cit. 2020-04-27]. Dostupné z: <https://www.nestle.cz/sk/nase-vyroby>

V posledných piatich rokoch zadlženosť spoločnosti narástla zhruba o desať percent zo 48,4 na 58,68 %. Došlo k tomu vďaka nahrádzaniu vlastného kapitálu cudzím kapitálom. Hodnota vlastného kapitálu v tomto období klesla zo 64 miliárd CHF na 53 miliárd. Hodnota cudzieho kapitálu súčasne rástla zo 60 na 75 miliárd CHF. Celková hodnota pasív sa pri tom zásadne nezmenila, došlo iba k miernemu nárastu.

Celková zadlženosť spoločnosti Nestlé



Graf 1: Celková zadlženosť spoločnosti Nestlé¹⁰⁴

Vývoj tržieb, zisku a dividend

V posledných piatich rokoch došlo k postupnému a neprerušnému nárastu tržieb. Tržby rástli zhruba o percento ročne. Vývoj tržieb v miliónoch frankov je v nasledujúcej tabuľke. Omnoho menej rovnomerný je vývoj zisku, ktorý do roku 2017 klesal a následne rástol do roku 2019.

Tabuľka 26: Vývoj tržieb a zisku spoločnosti Nestlé¹⁰⁵

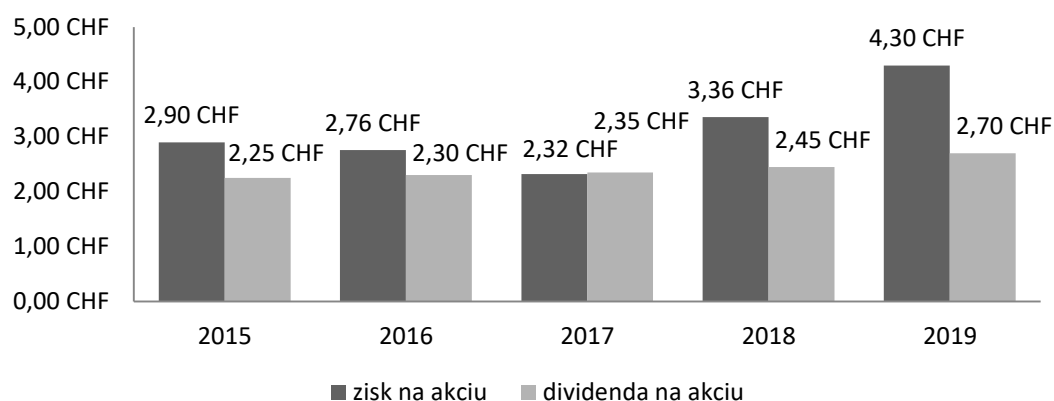
rok	2015	2016	2017	2018	2019
Tržby (mil. CHF)	88 785	89 469	89 791	91 439	92 568
Zisk (mil. CHF)	9 066	8 531	7 183	10 135	12 609

Spoločnosť v sledovanom období znižovala počet svojich akcií pomocou spätného odkupu akcií. 30. decembra 2019 spoločnosť oznámila nový program spätného odkupu akcií v hodnote 20 miliárd frankov, ktorý má prebehnúť medzi 3.1. 2020 a 31.12 2022.

¹⁰⁴ Vlastné spracovanie

¹⁰⁵ Vlastné spracovanie

Vývoj zisku a dividendy pripadajúcich na akciu



Graf 2: Vývoj zisku a dividendy pripadajúcich na akciu Nestlé¹⁰⁶

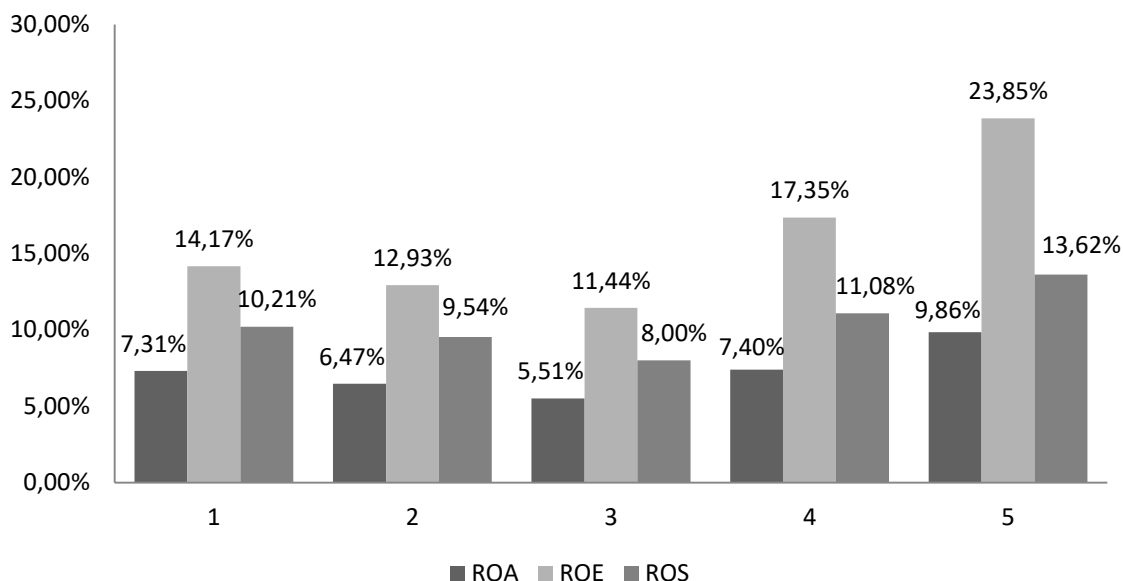
V sledovanom období vývoj zisku na akciu kopíroval vývoj celkového čistého zisku, hoci v tomto období sa postupne mierne znižoval počet akcií v obehu. Naopak vývoj dividendy na akciu neustále rástol o 0,05 CHF ročne. Výnimkou bol rok 2019, kedy vďaka vysokému zisku dividendy narástli o 0,25 CHF.

Vývoj rentability

Pre výpočet rentabilit bol využitý čistý zisk pripadajúcich na bežných akcionárov. Vývoj všetkých troch ukazovateľov kopíruje vývoj zisku, t.j. do roku 2017 klesá a následne do roku 2019 stúpa. Vďaka vysokému zisku z roku 2019 dosahujú všetky tri ukazovatele maximá práve v tomto roku. Rentabilitu vlastného kapitálu na úrovni takmer 24 % možno považovať za veľmi solídne číslo vzhľadom k odboru podnikania.

¹⁰⁶ Vlastné spracovanie

Vývoj rentabilit spoločnosti Nestlé



Graf 3: Vývoj rentabilit spoločnosti Nestlé¹⁰⁷

Ocenenie spoločnosti trhom

K 4.4. 2020 činila cena akcie Nestlé 102,36 švajčiarskeho franku. Celkový počet vydaných akcií bol 2 887 479 487. Tržná kapitalizácia spoločnosti bola 295 562 400 289 CHF¹⁰⁸. Z toho vyplýva, že bežné P/E je 23,44. Pomer ceny a účtovnej hodnoty akcie (P/B) činí 5,59.

Vnútná hodnota akcie

Akcie Nestlé sú ohodnotené dividendovým modelom na báze ROE. Pre túto evaluáciu je najskôr nutné stanoviť očakávaný výplatný pomer a rentabilitu vlastného kapitálu. Očakávaný výplatný pomer bol pre všetky spoločnosti stanovený ako priemer výplatných pomerov za posledných 5 rokov. U spoločnosti Nestlé činí 79,58 %. Rentabilita vlastného kapitálu je pre túto metódu počítaná ako podiel čistého zisku pripadajúceho na bežných akcionárov voči vlastnému kapitálu na začiatku daného roku (resp. na konci prechádzajúceho). Tento postup bude opäť využitý aj pre všetky ostatné hodnotené spoločnosti. Výpočet za posledných 5 rokov pre spoločnosť Nestlé je v nasledujúcej tabuľke.

¹⁰⁷ Vlastné spracovanie

¹⁰⁸ Nestlé SA. *Investing.com* [online]. Nikózia: Fusion Media Limited, c2007-2020 [cit. 2020-04-04]. Dostupné z: <https://www.investing.com/equities/nestle-ag>

Tabuľka 27: Výpočet rentability vlastného kapitálu spoločnosti Nestlé¹⁰⁹

rok	2015	2016	2017	2018	2019
Vlastný kapitál na začiatku roku	71 884	63 986	65 981	62 777	58 403
Čistý zisk	9 066	8 531	7 183	10 135	12 609
ROE	12,61%	13,33%	10,89%	16,14%	21,59%

Priemerná hodnota ROE je 14,91 %. Vlastný kapitál pripadajúci na akciu na začiatku roku 2020 je 18,35 CHF. Z týchto dát možno vypočítať odhadované zisky a dividendy na akciu na nasledujúcich 5 rokov.

Tabuľka 28: Odhad budúcich ziskov a dividend spoločnosti Nestlé¹¹⁰

rok	2020	2021	2022	2023	2024
VK na akciu na začiatku roku	18,35	18,91	19,49	20,08	20,69
Zisk na akciu	2,74	2,82	2,91	2,99	3,09
Dividenda na akciu	2,18	2,24	2,31	2,38	2,46
Reinvestovaný zisk	0,56	0,58	0,59	0,61	0,63

Posledná položka potrebná do výpočtu je očakávaná cena akcie v roku 2025. Tú možno zistiť ako zisk na akciu za rok 2024 vynásobený očakávaným P/E. Databáza Amadeus zverejňuje priemerné ročné P/E za posledných desať rokov (v skutočnosti ide o priemer najvyššej a najnižšej hodnoty P/E za obdobie).

Tabuľka 29: Priemerné P/E akcií Nestlé za posledných 10 rokov¹¹¹

rok	Priemerné P/E
2010	5,15
2011	16,65
2012	16,74
2013	25,35
2014	14,84
2015	23,84
2016	25,76
2017	32,59
2018	23,32
2019	22,26
Priemer	20,65

¹⁰⁹ Vlastné spracovanie

¹¹⁰ Vlastné spracovanie

¹¹¹ Amadeus: A database of comparable financial information for public and private companies across Europe [online]. Brusel: Bureau van Dijk, 2020 [cit. 2002-04-30]. Dostupné z: <https://amadeus.bvdinfo.com/>

Očakávané P/E bolo stanovené ako priemerné P/E za posledných desať rokov. Toto P/E dosahovalo hodnotu 20,56. Očakávaná cena je potom 63,73 CHF ($20,56 \cdot 3,09$ CHF).

Vnútrotná hodnota akcie Nestlé je súčet odhadovaných dividend a odhadovanej ceny, teda 75,31 CHF. Pomer ceny a vnútornej hodnoty (P/IV) je 1,36. Akcia je teda nadhodnotená.

2.3.2 Danone

Spoločnosť Danone bola založená v Barcelone v roku 1919¹¹². V súčasnosti je sídlo spoločnosti v Paríži a jej akcie sú komponentom najvýznamnejšieho francúzskeho akciového indexu CAC 40.

Biznis spoločnosti sa delí na tri základné skupiny: mliečne a rastlinné výrobky (tvoria 52 % tržieb); špeciálna výživa (30 % tržieb) a vody (18 % tržieb)¹¹³.

Medzi najznámejšie značky spoločnosti na Slovensku a v Česku patria jej jogurty Activia, Actimel, Danone, Danette, Kostíci či Fantasia¹¹⁴.

Zadlženosť

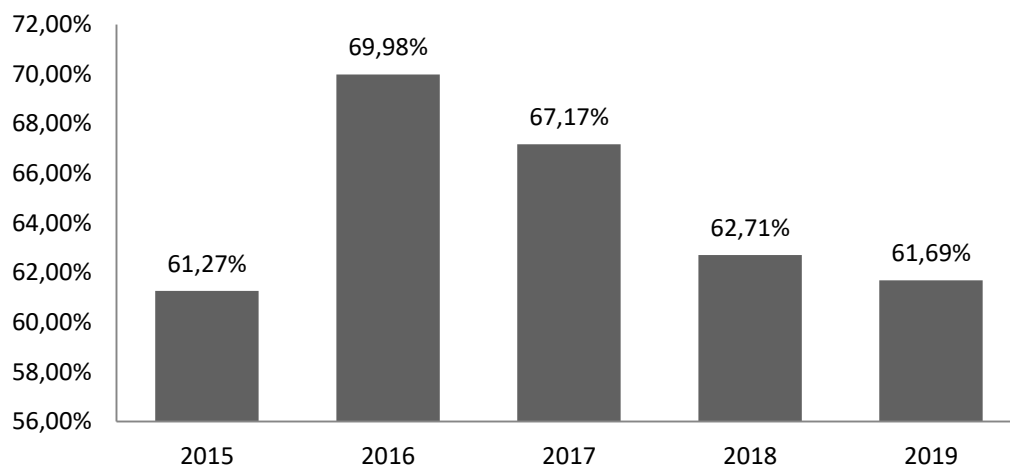
Zadlženosť spoločnosti dosiahla maximum v roku 2016, keď sa cudzie zdroje spoločnosti zvýšili z 20 miliárd eur na vyše 30 miliárd eur. V ďalších rokoch ich hodnota postupne klesala, hoci v roku 2019 došlo k ich veľmi miernemu nárastu. V celom sledovanom období však súčasne dochádzalo k stabilnému rastu vlastného kapitálu. Ten narástol z 12,7 miliardy v roku 2014 na 17,4 miliardy v roku 2019. To možno označiť za veľmi pozitívny vývoj.

¹¹² História spoločnosti. *Danone* [online]. Bratislava: Danone, c2020 [cit. 2020-04-27]. Dostupné z: <http://www.danone.sk/o-nas/o-spolocnosti/historia-spolocnosti.html>

¹¹³ DANONE. *Universal Registration Document 2019* [online]. Paríž: Danone, 2020 [cit. 2020-04-27]. Dostupné z: https://www.danone.com/content/dam/danone-corp/danone-com/investors/en-all-publications/2019/registrationdocuments/URD2019_EN.pdf

¹¹⁴ Naše produkty. *Danone* [online]. Bratislava: Danone, c2020 [cit. 2020-04-27]. Dostupné z: <http://www.danone.sk/nase-produkty/activia.html>

Celková zadlženosť spoločnosti Danone



Graf 4: Celková zadlženosť spoločnosti Danone¹¹⁵

Vývoj tržieb, zisku a dividend

Vývoj tržieb ani zisku nemal v sledovanom období stabilný trend. Zisk pripadajúci na bežných akcionárov dosiahol svoje maximum v roku 2017 a odvtedy klesá.

Tabuľka 30: Vývoj tržieb a zisku spoločnosti Danone¹¹⁶

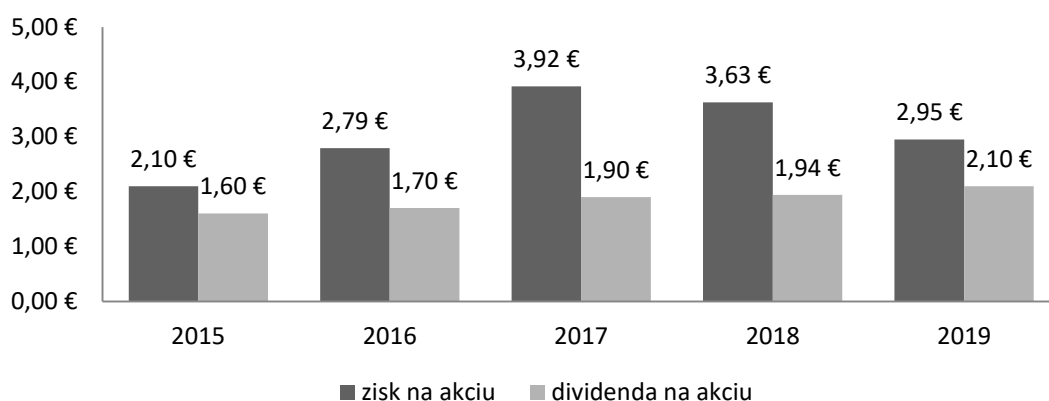
rok	2015	2016	2017	2018	2019
Tržby (mil. eur)	22 412	21 944	24 812	24 651	25 287
Zisk (mil. eur)	1 282	1 720	2 449	2 349	1 929

Zisk pripadajúci na akciu dosiahol svoje maximum takisto v roku 2017 na hodnote 3,92 €. Spoločnosť sa však usiluje o konštantnú rast dividend, a preto dividendy rástli i v rokoch 2018 a 2019, hoci v roku 2018 išlo o medziročné zvýšenie dividendy iba o 4 centy.

¹¹⁵ Vlastné spracovanie

¹¹⁶ Vlastné spracovanie

Vývoj zisku a dividendy pripadajúcich na akciu

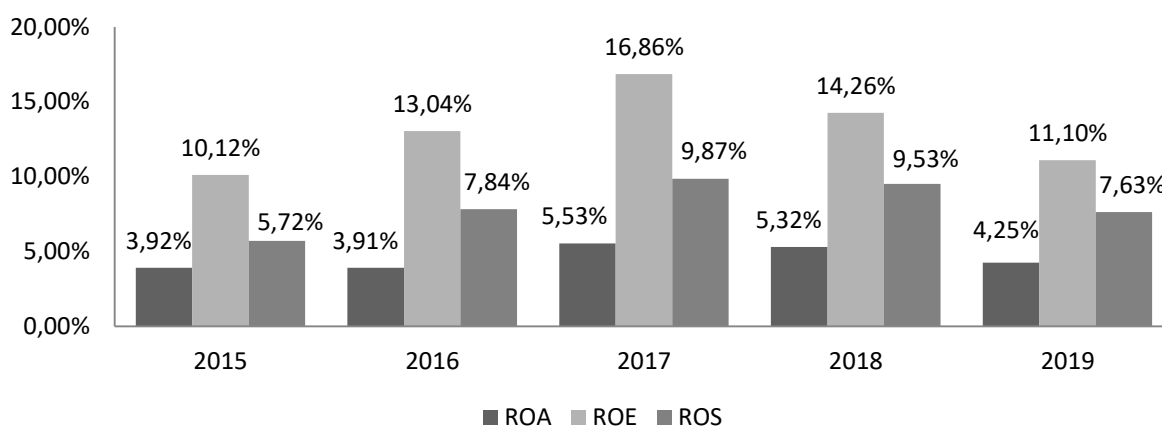


Graf 5: Vývoj zisku a dividendy pripadajúcich na akciu Danone¹¹⁷

Vývoj rentability

Vývoj všetkých počítaných rentabilít v podstate kopíruje vývoj zisku. Svoje maximá dosiahli v roku 2017 a odvtedy klesajú. Rentabilita celkových aktív dosahovala v sledovanom období priemernú hodnotu 4,59 %, čo je pomerne nízke číslo. Významný pokles rentability vlastného kapitálu medzi rokmi 2017 až 2019 bol spôsobený tým, že v tomto období súčasne rástol vlastný kapitál a klesal zisk.

Vývoj rentabilít spoločnosti Danone



Graf 6: Vývoj rentabilít spoločnosti Danone¹¹⁸

¹¹⁷ Vlastné spracovanie

¹¹⁸ Vlastné spracovanie

Ocenenie spoločnosti trhom

Cena akcie Danone k 4.4. 2020 činila 56,52 €. Celkovo bolo v obehu 648 871 267 akcií¹¹⁹. Tržná kapitalizácia spoločnosti činila 36,674 miliardy eur. Bežné P/E ratio bolo 19,01 a hodnota P/B bola 2,11.

Vnútna hodnota akcie

V tejto časti bude pomocou dividendového modelu na báze ROE stanovená hodnota akcie Danone. Očakávaný výplatný pomer stanovený ako priemer výplatných pomerov za posledných 5 rokov je 62,04 %. Vývoj rentability vlastného kapitálu za posledných päť rokov je obsiahnutý v nasledujúcej tabuľke.

Tabuľka 31: Výpočet rentability vlastného kapitálu spoločnosti Danone¹²⁰

rok	2015	2016	2017	2018	2019
Vlastný kapitál na začiatku roku	11 745	12 669	13 194	14 529	16 475
Čistý zisk	1 282	1 720	2 449	2 349	1 929
ROE	10,92%	13,58%	18,56%	16,17%	11,71%

Priemerná hodnota rentability vlastného kapitálu je 14,19 %. Vlastný kapitál na akciu na začiatku roku 2020 dosahoval hodnotu 26,78 €. Z týchto údajov možno odhadnúť vývoj ziskov a dividend.

Tabuľka 32: Odhad budúcich ziskov a dividend spoločnosti Danone¹²¹

Rok	2020	2021	2022	2023	2024
VK na akciu na začiatku roku	26,78	28,22	29,74	31,35	33,03
Zisk na akciu	3,80	4,00	4,22	4,45	4,69
Dividenda na akciu	2,36	2,48	2,62	2,76	2,91
Reinvestovaný zisk	1,44	1,52	1,60	1,69	1,78

Očakávaný zisk na akciu pre rok 2024 je 4,69 €. Túto hodnotu je nutné vynásobiť s očakávaným P/E.

¹¹⁹ Danone SA. *Investing.com* [online]. Nikózia: Fusion Media Limited, c2007-2020 [cit. 2020-04-04]. Dostupné z: <https://www.investing.com/equities/danone>

¹²⁰ Vlastné spracovanie

¹²¹ Vlastné spracovanie

Tabuľka 33: Priemerné P/E akcií Danone za posledných 10 rokov¹²²

rok	Priemerné P/E
2010	15,18
2011	18,27
2012	19,34
2013	24,33
2014	30,43
2015	30,52
2016	24,41
2017	17,82
2018	19,18
2019	25,36
Priemer	22,484

Očakávané P/E získané ako priemerné P/E za posledných desať rokov je 22,48. Z toho plyní očakávaná cena 105,36 €. Výsledná vnútorná hodnota akcie získaná ako súčet očakávaných dividend a očakávanej ceny je 118,49 €. Pomer ceny a vnútornej hodnoty (P/IV) je 0,48. Akcia je teda podhodnotená.

2.3.3 Associated British Foods

Spoločnosť bola založená v roku 1935 ako Food Investment Limited, no už o päť týždňov neskôr sa premenovala na Allied Bakeries Limited. Postupne sa podnik rozrástol a v roku 1960 sa z neho stal Associated British Foods Limited¹²³. Spoločnosť v súčasnosti sídli v Londýne.

ABF delí svoj biznis do piatich základných segmentov¹²⁴:

- Potraviny (tvoria 22,26 % tržieb)
- Cukor (tvorí 10,16 % tržieb) – Illovo je najväčší producent cukru v Afrike
- Poľnohospodárstvo (tvorí 8,75 % tržieb) – AB Agri je najväčšia britská spoločnosť vyrábajúca potraviny z poľnohospodárskych plodín

¹²² *Amadeus: A database of comparable financial information for public and private companies across Europe* [online]. Brusel: Bureau van Dijk, 2020 [cit. 2002-04-30]. Dostupné z: <https://amadeus.bvdinfo.com/>

¹²³ Our history. *Associated British Foods plc* [online]. Londýn: Associated British Foods, c2012-2019 [cit. 2020-04-28]. Dostupné z: https://www.abf.co.uk/about_us/our_history

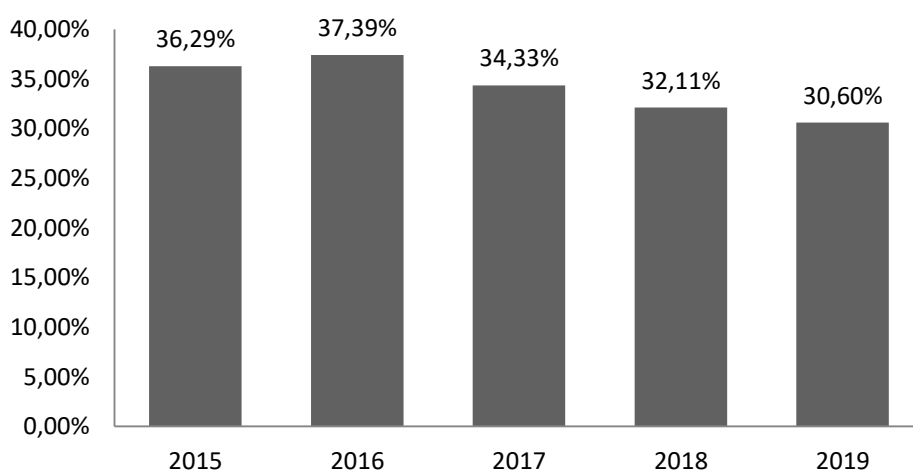
¹²⁴ ASSOCIATED BRITISH FOODS PLC. *ANNUAL REPORT AND ACCOUNTS 2019* [online]. Londýn: Associated British Foods, 2020, s. 3 [cit. 2020-04-27]. Dostupné z: http://www.abf.co.uk/investorrelations/annual_report_2019

- Ingrediencie (9,58 % tržieb) – patrí sem výroba kvasníc, pekárskych prísad, ale ja prísad pre potravinársky a farmaceutický priemysel
- Maloobchod (49,25 % tržieb) – Primark je najväčší maloobchod s odevmi, obuvou a doplnkami vo Veľkej Británii a má tiež významné portfólio obchodov v desiatich európskych krajinách a USA

Zadlženosť

Zo všetkých analyzovaných spoločností dosahuje ABF najnižšie hodnoty celkovej zadlženosti. Postupný pokles zadlženosti v období 2016 až 2019 bol spôsobený nárastom hodnoty vlastného kapitálu, pričom cudzie zdroje zostávali stabilné.

Celková zadlženosť spoločnosti ABF



Graf 7: Celková zadlženosť spoločnosti ABF¹²⁵

Vývoj tržieb, zisku a dividend

Spoločnosť dosahovala v posledných piatich rokoch nepretržitý rast tržieb z 12,8 miliardy libier na 15,8 miliardy. Maximálny zisk na úrovni 1,2 miliardy však spoločnosť dosiahla v roku 2017 a odvtedy jeho hodnota poklesla.

Tabuľka 34: Vývoj tržieb a zisku spoločnosti ABF¹²⁶

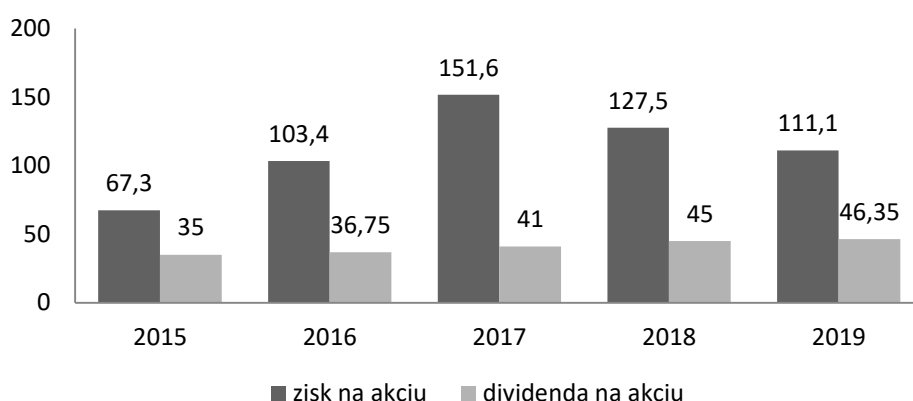
rok	2015	2016	2017	2018	2019
Tržby (mil. libier)	12 800	13 399	15 357	15 574	15 824
Zisk (mil. libier)	528	818	1 198	1 007	878

¹²⁵ Vlastné spracovanie

¹²⁶ Vlastné spracovanie

Spoločnosť udržiavala v posledných piatich rokoch stabilný počet akcií v obehu a preto zisk na akciu kopíruje vývoj celkového zisku. Podobne ako Danone však udržiava stabilný rast dividend. Cenou za rast dividend v rokoch so slabším ziskom je vyšší výplatný pomer (medzi rokmi 2017 a 2019 vzrástol z 27 % na 42 %). Hodnoty sú v penny.

Vývoj zisku a dividendy pripadajúcich na akciu



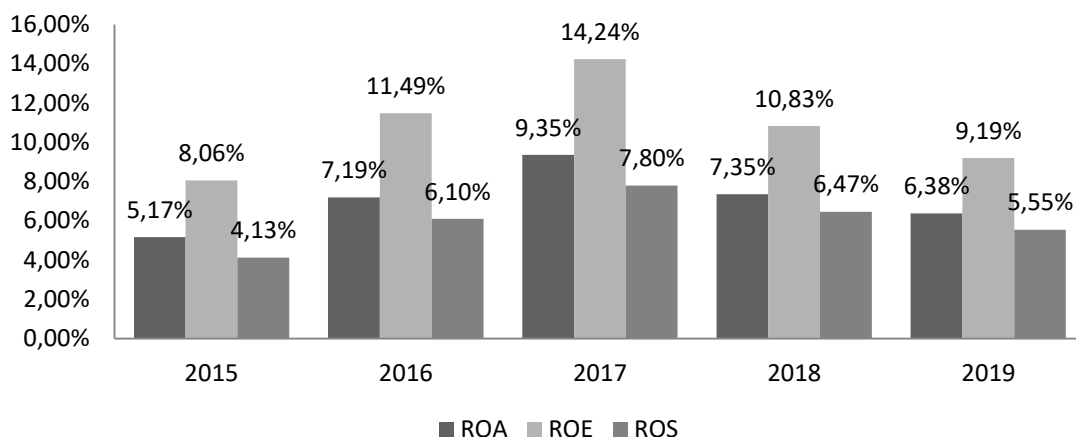
Graf 8: Vývoj zisku a dividend pripadajúcich na akciu ABF¹²⁷

Vývoj rentability

Rentability, podobne ako zisk, dosiahli najvyššie hodnoty v roku 2017. V posledných rokoch je vývoj rentability vlastného kapitálu rovnaký ako u skupiny Danone. Teda vlastný kapitál spoločnosti rastie a zisk klesá, to spôsobuje rýchly pokles tohto pomerového ukazovateľa. Spoločnosť zároveň patrí z analyzovaných firiem medzi tie s nižšou priemernou hodnotou ROE.

¹²⁷ Vlastné spracovanie

Vývoj rentabilít spoločnosti ABF



Graf 9: Vývoj rentabilít spoločnosti ABF¹²⁸

Ocenenie spoločnosti trhom

K 4.4. 2020 bola cena akcie ABF 17,39 libier. Celkovo bolo v obehu 791 674 183 akcií¹²⁹. Tržná kapitalizácia spoločnosti činila 13,767 miliardy libier. Bežné P/E ratio dosahovalo hodnotu 15,68 a pomer P/B hodnotu 1,44.

Vnútná hodnota akcie

Vnútná hodnota akcie ABF je opäť počítaná dividendovým modelom na báze ROE. Očakávaný výplatný pomer skupiny ABF je 38,32 %. Vývoj rentability vlastného kapitálu je v nasledujúcej tabuľke.

Tabuľka 35: Výpočet rentability vlastného kapitálu spoločnosti ABF¹³⁰

rok	2015	2016	2017	2018	2019
Vlastný kapitál na začiatku roku	6 753	6 551	7 122	8 412	9 296
Čistý zisk	528	818	1 198	1 007	878
ROE	7,82 %	12,49 %	16,82 %	11,97 %	9,44 %

¹²⁸ Vlastné spracovanie

¹²⁹ Associated British Foods PLC. *Investing.com* [online]. Nikózia: Fusion Media Limited, c2007-2020 [cit. 2020-04-04]. Dostupné z: <https://www.investing.com/equities/assoc.br.foods>

¹³⁰ Vlastné spracovanie

Priemerná hodnota rentability vlastného kapitálu je 11,71 %. Vlastný kapitál pripadajúci na jednu akciu činil na začiatku roku 2020 12,06 libry. Z toho možno odhadnúť vývoj ziskov a dividend pripadajúcich na akciu (v librách).

Tabuľka 36: Odhad budúcich ziskov a dividend spoločnosti ABF¹³¹

rok	2020	2021	2022	2023	2024
VK na akciu na začiatku roku	12,06	12,93	13,87	14,87	15,94
Zisk na akciu	1,41	1,51	1,62	1,74	1,87
Dividenda na akciu	0,54	0,58	0,62	0,67	0,72
Reinvestovaný zisk	0,87	0,93	1,00	1,07	1,15

Očakávaný zisk pre rok 2024 teda činí 1,87 libry. Vývoj P/E za posledných 10 rokov je v tabuľke 38.

Tabuľka 37: Priemerné P/E akcií ABF za posledných 10 rokov¹³²

rok	Priemerné P/E
2010	13,09
2011	11,80
2012	16,15
2013	20,64
2014	16,97
2015	43,06
2016	26,60
2017	18,49
2018	21,94
2019	20,63
Priemer	20,94

Očakávané P/E zistené ako desaťročný priemer P/E je 20,94. Z toho plyní očakávaná cena 39,08 libry. Výsledná vnútorná hodnota akcie je 42,21 libry. Pomer ceny a vnútornej hodnoty (P/IV) je 0,41. Akcia je teda podhodnotená.

2.3.4 Orkla

Orkla je nadnárodná spoločnosť so sídlom v Oslu v Nórsku.

¹³¹ Vlastné spracovanie

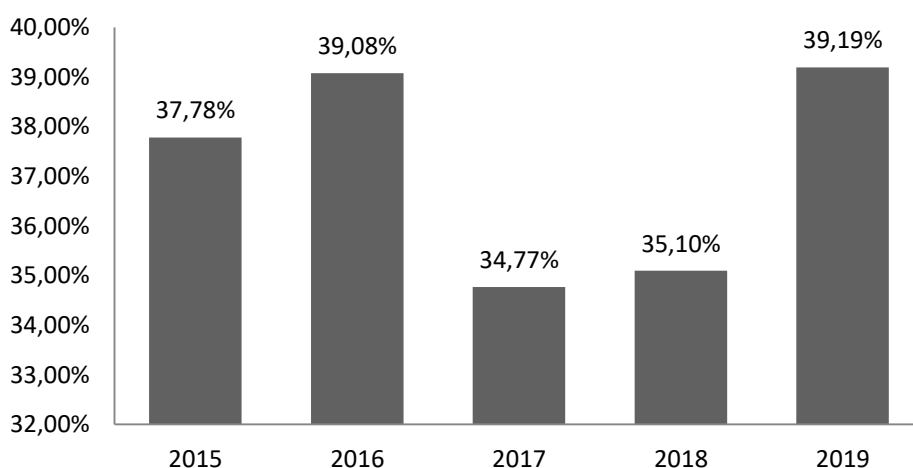
¹³² *Amadeus: A database of comparable financial information for public and private companies across Europe* [online]. Brusel: Bureau van Dijk, 2020 [cit. 2002-04-30]. Dostupné z: <https://amadeus.bvdinfo.com/>

Medzi značky spoločnosti Orkla patrí od roku 2016 aj Hamé¹³³. V roku 2018 vznikla spoločnosť Orkla Foods Česko a Slovensko, pod ktorú patria značky Hamé, Vitana, Májka, alfa, Hamánek, či Otma¹³⁴. Ak v diplomovej práci nie je uvedené inak, všetky dáta a informácie o spoločnosti Orkla boli čerpané z jej výročných správ, ktoré sú zverejnené na jej stránkach¹³⁵.

Zadlženosť

V sledovanom období zadlženosť Orkly oscilovala medzi 30 a 40 percentami. Hoci v poslednom roku stúpila a dosiahla maximum, zadlženosť na úrovni necelých 40 % možno stále považovať za veľmi dobrý výsledok.

Celková zadlženosť spoločnosti Orkla



Graf 10: Celková zadlženosť spoločnosti Orkla¹³⁶

Vývoj tržieb, zisku a dividend

Tržby spoločnosti v sledovanom období nepretržite rástli. Zisk však, podobne ako u Associated British Foods a Danone, dosiahol maximum v roku 2017. Je však dôležité, že významná časť zisku z roku 2017, až 5 066 miliónov nórskeho korún je tvorená ziskom z nepokračujúcich operácií.

¹³³ O Hamé. *Hamé* [online]. Byšice: Orkla Foods Česko a Slovensko, c2019 [cit. 2020-04-28]. Dostupné z: <http://www.hame.cz/company/>

¹³⁴ Orkla. *Orkla* [online]. Byšice: Orkla Foods Česko a Slovensko, c2019 [cit. 2020-04-28]. Dostupné z: <https://orkla.cz/>

¹³⁵ Orkla's Annual Report. *Orkla* [online]. Oslo: Orkla, c2020 [cit. 2020-05-09]. Dostupné z: <https://www.orkla.com/investor-relations/annual-report/>

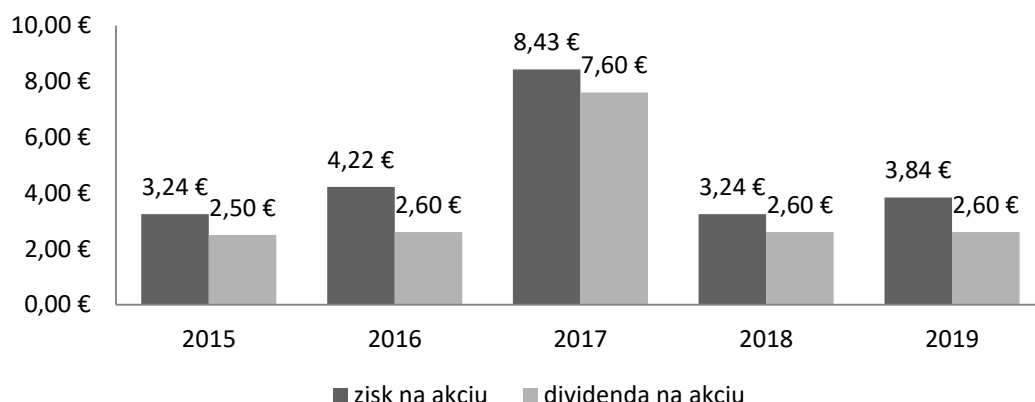
¹³⁶ Vlastné spracovanie

Tabuľka 38: Vývoj tržieb a zisku spoločnosti Orkla¹³⁷

rok	2015	2016	2017	2018	2019
Tržby (mil. NOK)	32 610	37 092	39 324	40 629	43 381
Zisk (mil. NOK)	3 295	4 293	8 582	3 272	3 838
Zisk z pokračujúcej činnosti (mil. NOK)	3 295	4 293	3 516	3 272	3 838

Nasledujúci graf vyjadruje vývoj zisku a dividendy pripadajúcich na akciu. Vysoký zisk na akciu z roku 2017 je spôsobený mimoriadnym ziskom z nepokračujúcich činností. Dividenda toho roku je zložená z bežnej dividendy vo výške 2,6 NOK a mimoriadnej dividendy vo výške 5 NOK.

Vývoj zisku a dividendy pripadajúcich na akciu



Graf 11: Vývoj zisku a dividendy pripadajúcich na akciu Orkla¹³⁸

Spoločnosť deklaruje dividendovú politiku, pri ktorej je vo forme dividend vyplácaných 50 až 70 % zisku na akciu. Je však vidieť, že spoločnosť udržiava stabilnú výšku dividend, nie výplatného pomeru.

Vývoj rentability

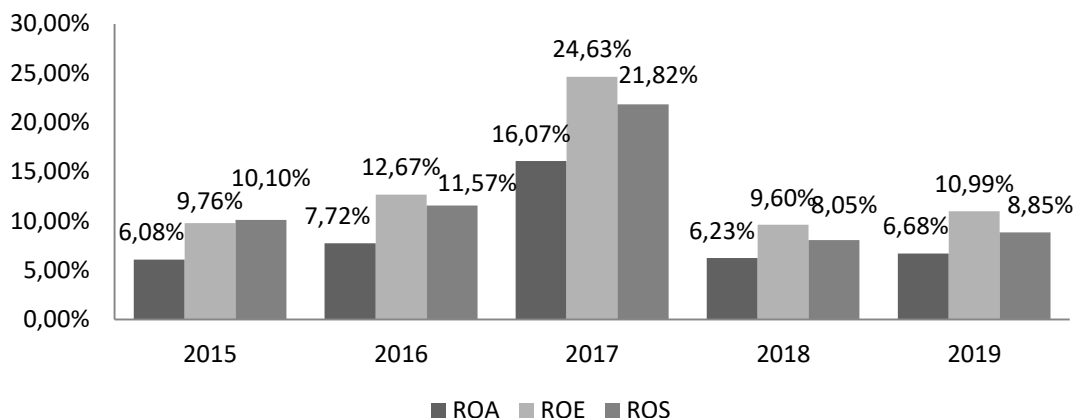
Počítané rentability dosiahli najlepšie hodnoty v roku 2017. Dôvodom je mimoriadny zisk z toho roku. Vďaka nemu sa aj úroveň rentabilit medziročne zdvojnásobila.

¹³⁷ Vlastné spracovanie

¹³⁸ Vlastné spracovanie

Následný pokles zisku pripadajúceho na bežných akcionárov sa prirodzene prejavil aj v poklese všetkých rentabilít.

Vývoj rentabilít spoločnosti Orkla



Graf 12: Vývoj rentabilít spoločnosti Orkla¹³⁹

Ocenenie spoločnosti trhom

K 4.4. 2020 bola cena akcie Orkla 91,7 NOK. Celkovo bolo v obehu 1 001 430 000 akcií. Tržná kapitalizácia spoločnosti je 91,831 miliardy NOK¹⁴⁰. Pomer ceny a zisku je 23,93 a pomer ceny a účtovnej hodnoty je 2,63.

Vnútna hodnota akcie

Pre výpočet očakávaného výplatného pomeru bol využitý priemerný výplatný pomer za posledných päť rokov, podobne ako to bolo u predchádzajúcich spoločností. Využité boli hodnoty zisku a dividendy z pokračujúcich operácií. Očakávaný výplatný pomer je 72,39 %. Rentabilita vlastného kapitálu za posledných päť rokov je v nasledujúcej tabuľke.

Tabuľka 39: Výpočet rentability vlastného kapitálu spoločnosti Orkla¹⁴¹

rok	2015	2016	2017	2018	2019
Vlastný kapitál na začiatku roku	31 304	33 746	33 876	34 838	34 080
Čistý zisk	3 295	4 293	3 516	3 272	3 838
ROE	10,53 %	12,72 %	10,38 %	9,39 %	11,26 %

¹³⁹ Vlastné spracovanie

¹⁴⁰ The share price. Orkla [online]. Oslo: Orkla, 2020 [cit. 2020-04-04]. Dostupné z: <https://www.orkla.com/investor-relations/about-the-orkla-share/the-share-price/>

¹⁴¹ Vlastné spracovanie

Priemerná rentabilita vlastného kapitálu je 10,86 %. Vlastný kapitál pripadajúci na bežnú akciu na začiatku roku 2020 je 34,90 NOK. Následný výpočet odhadovaných ziskov a dividend je v tabuľke 41.

Tabuľka 40: Odhad budúcich ziskov a dividend spoločnosti Orkla¹⁴²

rok	2020	2021	2022	2023	2024
VK na akciu na začiatku roku	34,90	35,95	37,02	38,13	39,28
Zisk na akciu	3,79	3,90	4,02	4,14	4,26
Dividenda na akciu	2,74	2,83	2,91	3,00	3,09
Reinvestovaný zisk	1,05	1,08	1,11	1,14	1,18

Posledným krokom pre výpočet vnútornej hodnoty je opäť stanovenie očakávanej ceny. Očakávané P/E bolo stanovené rovnakým spôsobom ako u predchádzajúcich spoločností, teda na základe priemerných hodnôt P/E za posledných 10 rokov. Nebolo však využité P/E za rok 2011, keďže v tomto roku spoločnosť dosiahla stratu a záporné P/E by skresľovalo výsledok. Databáza Amadeus nakoniec priemerné P/E za rok so záporným výsledkom hospodárenia ani neposkytuje.

Tabuľka 41: Priemerné P/E akcií Orkla za posledných 10 rokov¹⁴³

rok	Priemerné P/E
2010	58,54
2011	-
2012	28,48
2013	70,90
2014	30,51
2015	18,01
2016	16,96
2017	9,36
2018	22,50
2019	23,17
Priemer	30,94

¹⁴² Vlastné spracovanie

¹⁴³ Amadeus: A database of comparable financial information for public and private companies across Europe [online]. Brusel: Bureau van Dijk, 2020 [cit. 2002-04-30]. Dostupné z: <https://amadeus.bvdinfo.com/>

Priemerné P/E je 30,94. Výsledná očakávaná cena je 131,91 NOK. Z toho plynie vnútorná hodnota akcie na úrovni 146,47 NOK. Pomer ceny a vnútornej hodnoty (P/IV) je 0,63. Akcia je teda podhodnotená.

2.3.5 Bel Group

Skupina sa po francúzsky nazýva Le Groupe Bel alebo Fromageries Bel (syrárne Bel). Ide o nadnárodnú spoločnosť produkujúcu syry. Jej sídlo je v Paríži. Spoločnosť bola založená v roku 1865¹⁴⁴.

Spoločnosť Bel predáva svojich 5 hlavných značiek (Babybel, Boursin, kiri, Leerdammer, The Laughing Cow) na piatich kontinentoch, ale má tiež viac ako 25 regionálnych aj medzinárodných značiek¹⁴⁵.

Na Slovensku patria medzi jej značky okrem Babybelu, Leerdammeru, kiri a Veselej kravy aj Karička a Syrokrém Smotanela¹⁴⁶.

Zadlženosť

Zadlženosť spoločnosti je relatívne stabilná, keďže za posledných päť rokov sa jej hodnota pohybovala medzi päťdesiatimi dvoma a päťdesiatimi siedmimi percentami. V tomto období vlastný kapitál neustále rástol.



Graf 13: Celková zadlženosť skupiny Bel¹⁴⁷

¹⁴⁴ Bel at a glance. *Le Groupe Bel* [online]. Paríž: Le Groupe Bel [cit. 2020-04-28]. Dostupné z: <https://www.groupe-bel.com/en/group/bel-at-a-glance/>

¹⁴⁵ Discover Bel's brands. *Le Groupe Bel* [online]. Paríž: Le Groupe Bel [cit. 2020-04-28]. Dostupné z: <https://www.groupe-bel.com/en/brands/discover-bel-brands/>

¹⁴⁶ Bel. *Bel Slovensko* [online]. Michalovce: Bel Slovensko [cit. 2020-04-28]. Dostupné z: <http://www.bel-slovakia.sk/>

Vývoj tržieb, zisku a dividend

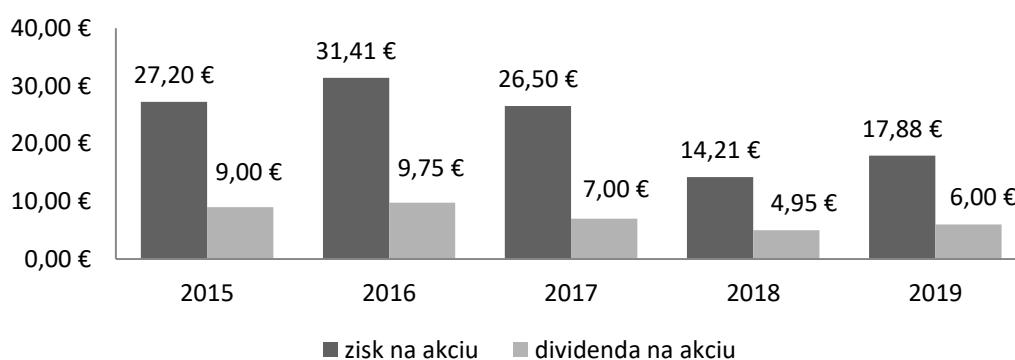
Tržby skupiny Bel v sledovanom období narástli, hoci ich rast nebol pravidelný. V roku 2017 síce došlo k nárastu tržieb, avšak medziročne vzrástli aj náklady na predaný tovar a služby, predajné a marketingové náklady, a tiež režijné a administratívne náklady. Výsledkom bolo, že zisk sa roku 2017 prepadol napriek podstatne vyšším tržbám. V roku 2018 došlo k poklesu tržieb a súčasne k nárastu nákladov na predaný tovar a služby. Tieto dva faktory zapríčinili, že v danom roku zisk klesol takmer o polovicu.

Tabuľka 42: Vývoj tržieb a zisku skupiny Bel¹⁴⁸

rok	2015	2016	2017	2018	2019
Tržby (tis. eur)	2 948 774	2 935 648	3 346 414	3 311 667	3 403 179
Zisk (tis. eur)	184 453	213 138	179 970	96 468	121 379

Keďže počet akcií sa za posledných päť rokov výrazne nezmenil, zisk pripadajúci na bežnú akciu dosiahol svoje maximum v roku 2016, podobne ako celkový zisk. Nasledovalo obdobie poklesu, ktoré nevykompenzoval ani mierny nárast v poslednom roku. Vývoj dividend mal podobný priebeh, pri čom výplatný pomer činil zhruba 30 %.

Vývoj zisku a dividendy pripadajúcich na akciu



Graf 14: Vývoj ziskov a dividend na akciu skupiny Bel¹⁴⁹

Vývoj rentability

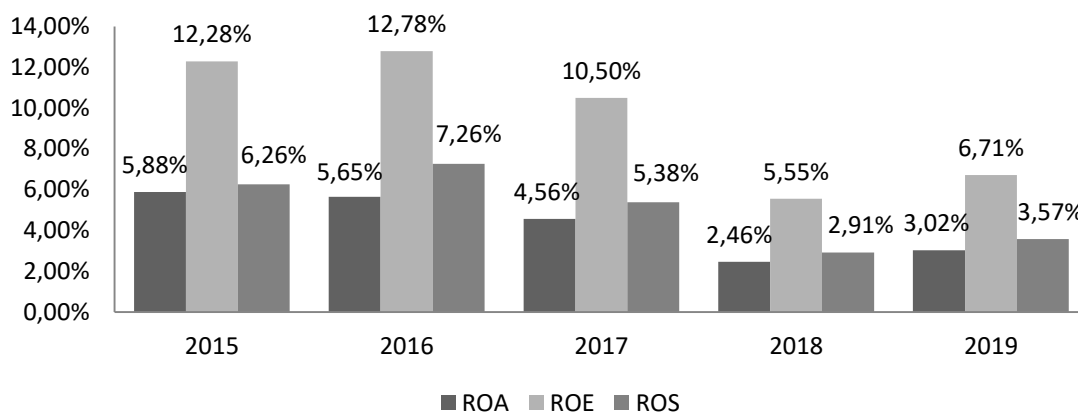
¹⁴⁷ Vlastné spracovanie

¹⁴⁸ Vlastné spracovanie

¹⁴⁹ Vlastné spracovanie

Vlastný kapitál spoločnosti v celom období rástol, avšak rentabilita vlastného kapitálu bola viac ovplyvňovaná vývojom zisku. Svoje maximum dosiahla v roku 2016 na úrovni takmer 13 %. Hodnota celkových aktív v sledovanom období rástla tiež a v roku 2016 vzrástla o pätinu, vďaka čomu ROA v danom roku klesla, pri čom naďalej klesala až do roku 2018. V roku 2019 mierne stúpila na 3 %.

Vývoj rentabilít skupiny Bel



Graf 15: Vývoj rentabilít skupiny Bel¹⁵⁰

Ocenenie spoločnosti trhom

Akcie skupiny Bel sa 4.4. 2020 obchodovali za 288 € za kus. Celkovo bolo v obehu 6 701 357 akcií. Tržná kapitalizácia skupiny bola 1,93 miliardy eur¹⁵¹. Bežné P/E ratio bolo na úrovni 15,9 a P/B ratio na úrovni 1,07.

Vnútrotná hodnota akcie

Pre výpočet vnútornej hodnoty akcie Bel je nutné stanoviť očakávaný výplatný pomer a očakávanú rentabilitu vlastného kapitálu. Spoločnosť udržiava stabilný výplatný pomer, jeho priemerná hodnota za posledných 5 rokov je 31,79 %. Nasledujúca tabuľka obsahuje vývoj ukazovateľa ROE.

¹⁵⁰ Vlastné spracovanie

¹⁵¹ Fromageries Bel SA. *Investing.com* [online]. Nikózia: Fusion Media Limited, c2007-2020 [cit. 2020-04-04]. Dostupné z: <https://www.investing.com/equities/fromagerie-bel>

Tabuľka 43: Výpočet rentability vlastného kapitálu skupiny Bel¹⁵²

rok	2015	2016	2017	2018	2019
Vlastný kapitál na začiatku roku	1 298 752	1 501 956	1 667 349	1 714 089	1 739 630
Čistý zisk	184 453	213 138	179 970	96 468	121 379
ROE	14,20%	14,19%	11,98%	5,63%	6,98%

Priemerná hodnota rentability vlastného kapitálu je 10,60 %. Vlastný kapitál pripadajúci na akciu na začiatku roku 2020 je 266,65 €. S týmito údajmi je možné odhadnúť vývoj ziskov a dividend.

Tabuľka 44: Odhad budúcich ziskov a dividend skupiny Bel¹⁵³

rok	2020	2021	2022	2023	2024
VK na akciu na začiatku roku	266,65	285,92	306,59	328,75	352,51
Zisk na akciu	28,25	30,30	32,49	34,83	37,35
Dividenda na akciu	8,98	9,63	10,33	11,07	11,87
Reinvestovaný zisk	19,27	20,67	22,16	23,76	25,48

Očakávaný zisk na akciu v roku 2024 je 37,35 €.

Tabuľka 45: Priemerné P/E akcií Bel za posledných 10 rokov¹⁵⁴

rok	Priemerné P/E
2010	8,09
2011	11,30
2012	9,71
2013	13,88
2014	16,20
2015	13,51
2016	15,75
2017	20,76
2018	31,38
2019	17,23
Priemer	15,78

¹⁵² Vlastné spracovanie

¹⁵³ Vlastné spracovanie

¹⁵⁴ *Amadeus: A database of comparable financial information for public and private companies across Europe* [online]. Brusel: Bureau van Dijk, 2020 [cit. 2002-04-30]. Dostupné z: <https://amadeus.bvdinfo.com/>

Priemerné P/E akcie skupiny Bel je 15,78. Vynásobením tejto hodnoty s očakávaným ziskom z roku 2024 získavame očakávanú cenu 589,44 €. Vnútna hodnota akcie je 641,33 €. P/IV ratio je 0,45. Akcia Bel je podhodnotená.

2.3.6 Glanbia

Glanbia plc je nadnárodná spoločnosť so sídlom v meste Kilkenny v Írsku. Spoločnosť sa zameriava na výrobu výživy a výživových doplnkov. Hlavné výrobné závody sa nachádzajú v Írsku, USA, Veľkej Británii, Nemecku a Číne.

Spoločnosť delí svoj biznis do segmentov Glanbia Performance Nutrition, Glanbia Nutritionals a Joint Ventures & Associates¹⁵⁵.

Glanbia Performance Nutrition (GPN) je globálnym lídrom v oblasti výživových doplnkov pre zlepšenie výkonu a zdravý životný štýl. Spoločnosť GPN má portfólio deviatich značiek: Otimum Nutrition, SlimFast, BSN, Isopure, Nutramino, ABB, think!, Amazing Grass a Body & Fit. Ide o produkty pre športovcov aj spotrebiteľov hľadajúcich doplnky stravy pre zdravý životný štýl. Tržby v tomto segmente v roku 2019 činili 1363,8 miliónov eur.

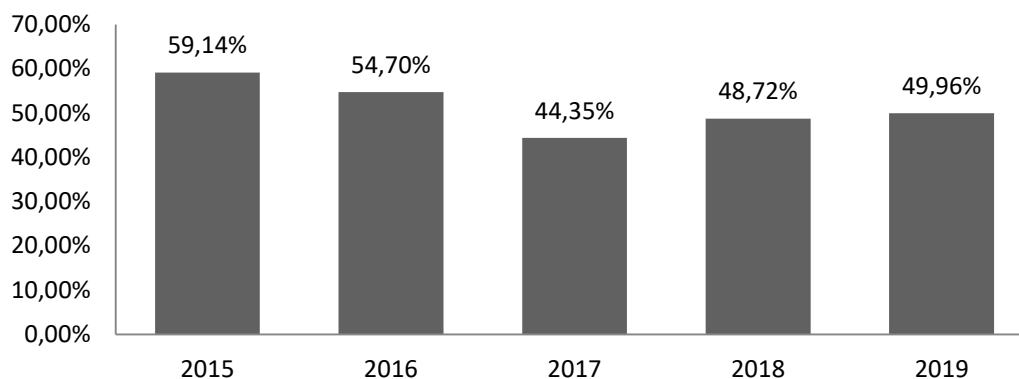
Pod segment Glanbia Nutritionals patria Nutritional Solutions (NS) a US Cheese. Nutritional Solutions je výrobca zdravých občerstvení, tyčínok, nápojov, proteínov a vitamínov. US Cheese je poprednou spoločnosťou vo výrobe syra v Spojených štátoch. V roku 2019 boli tržby Nutritional Solutions 744,9 milióna eur a tržby US Cheese 1767 miliónov eur.

Zadlženosť

Od roku 2015 cudzie zdroje postupne klesali do roku 2017, kedy dosiahli minimum. Následne prudko vzrástli. V celom období však postupne a nepretržite rástla hodnota vlastného kapitálu. Vďaka tomu je aj hodnota zadlženosti v roku 2019 iba na úrovni necelých 50 %.

¹⁵⁵ Glanbia at a Glance. *Glanbia* [online]. Kilkenny: Glanbia, c2020 [cit. 2020-04-28]. Dostupné z: <https://www.glanbia.com/about-us/glanbia-at-a-glance>

Celková zadlženosť spoločnosti Glanbia



Graf 16: Celková zadlženosť spoločnosti Glanbia¹⁵⁶

Vývoj tržieb, zisku a dividend

Vývoj tržieb spoločnosti Glanbia je nestabilný. Spoločnosti sa podarilo vygenerovať najvyšší zisk v roku 2017, keď boli tržby takmer na minime. Ako je možné vidieť v nasledujúcej tabuľke, hoci celkový zisk spoločnosti pomerne silno kolíše, zisk z pokračujúcej činnosti je omnoho stabilnejší.

Tabuľka 46: Vývoj tržieb a zisku spoločnosti Glanbia¹⁵⁷

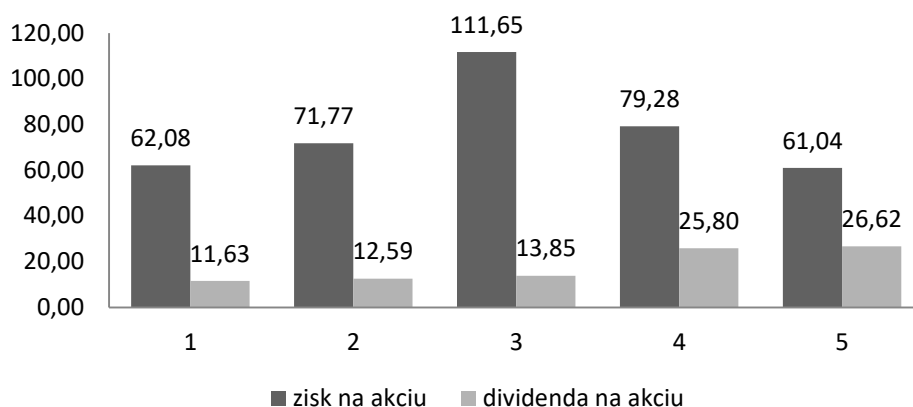
rok	2015	2016	2017	2018	2019
Tržby (tis. eur)	2 774,3	2 847,9	2 387,1	2 386,3	3 875,7
Zisk (tis. eur)	183,3	211,8	329,4	234,0	180,2
Zisk z pokračujúcej činnosti (tis. eur)	183,3	187,7	237,2	234,0	214,8

Nasledujúci graf vyjadruje vývoj zisku a dividendy pripadajúcich na jednu bežnú akciu. Hodnoty sú v eurocentoch, keďže tak ich spoločnosť udáva i vo svojich výročných správach. Spoločnosť udržiava nepretržitý rast dividend. To sa v posledných rokoch prejavilo na raste výplatného pomeru, ktorý v rokoch 2015 – 2017 neprekročil 20 %, no v roku 2019 dosiahol takmer 44 %.

¹⁵⁶ Vlastné spracovanie

¹⁵⁷ Vlastné spracovanie

Vývoj zisku a dividendy pripadajúcich na akciu

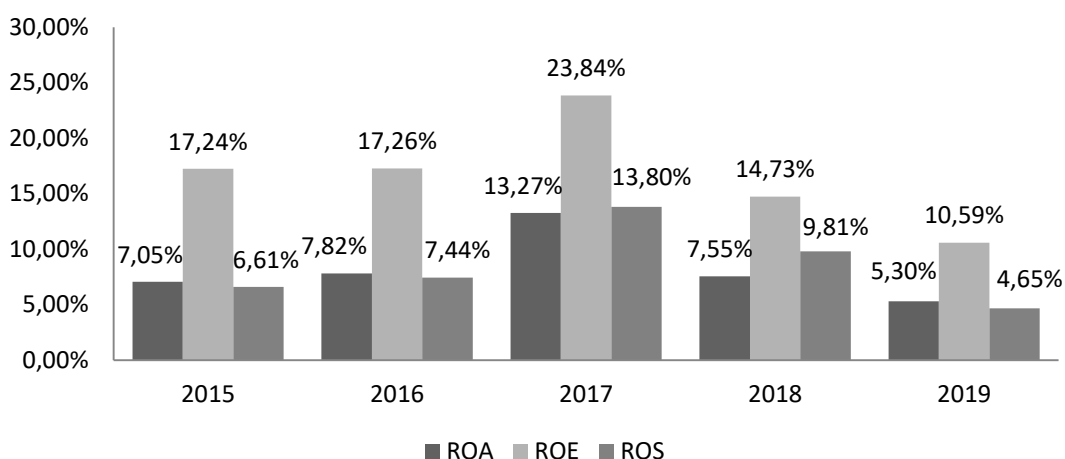


Graf 17: Vývoj zisku a dividendy pripadajúcich na akciu spoločnosti Glanbia¹⁵⁸

Vývoj rentabilít

Glanbia dosahuje v porovnaní s konkurentmi vysokú rentabilitu celkových aktív. Jej priemerná hodnota je 8,2 %. Ako je ale vidieť z grafu, táto hodnota je ovplyvnená rokom 2017, keď ROA presiahla 13 %, no v ostatných štyroch rokoch sa tento ukazovateľ vždy držal pod ôsmimi percentami. Spoločnosť tiež dosahuje najvyššiu priemernú rentabilitu vlastného kapitálu.

Vývoj rentabilít spoločnosti Glanbia



Graf 18: Vývoj rentabilít spoločnosti Glanbia¹⁵⁹

¹⁵⁸ Vlastné spracovanie

¹⁵⁹ Vlastné spracovanie

Ocenenie spoločnosti trhom

Akcia spoločnosti Glanbia stála 4.4. 2020 7,72 €. Celkovo bolo v obehu 296 045 684 akcií. Tržná kapitalizácia spoločnosti činila 2,285 miliardy eur¹⁶⁰. Pomer P/E bol 10,64 a P/B 1,34.

Vnútná hodnota akcie

Vnútná hodnota akcie je počítaná dividendovým modelom na báze ROE. Priemerný výplatný pomer spoločnosti za posledných päť rokov je 24,98 %. Ďalší vstupný údaj pre odhad budúcich ziskov a dividend je rentabilita vlastného kapitálu.

Tabuľka 47: Výpočet rentability vlastného kapitálu spoločnosti Glanbia¹⁶¹

rok	2015	2016	2017	2018	2019
Vlastný kapitál na začiatku roku	804,8	1 063,1	1 227,1	1 381,7	1 589,1
Čistý zisk	183,3	187,7	237,2	234,0	214,8
ROE	22,78 %	17,66 %	19,33 %	16,94 %	13,52 %

Priemerná hodnota ROE je 18,04 %. Vlastný kapitál pripadajúci na akciu je 5,75 €. S týmito dátami možno odhadnúť budúce zisky a dividendy.

Tabuľka 48: Odhad budúcich ziskov a dividend spoločnosti Glanbia¹⁶²

rok	2020	2021	2022	2023	2024
VK na akciu na začiatku roku	5,75	6,53	7,41	8,41	9,55
Zisk na akciu	1,04	1,18	1,34	1,52	1,72
Dividenda na akciu	0,26	0,29	0,33	0,38	0,43
Reinvestovaný zisk	0,78	0,88	1,00	1,14	1,29

Nasledujúca tabuľka obsahuje vývoj pomeru ceny a zisku akcie Glanbia.

¹⁶⁰ Glanbia PLC. *Investing.com* [online]. Nikózia: Fusion Media Limited, c2007-2020 [cit. 2020-04-04]. Dostupné z: <https://www.investing.com/equities/glanbia-plc>

¹⁶¹ Vlastné spracovanie

¹⁶² Vlastné spracovanie

Tabuľka 49: Priemerné P/E akcií Glanbia za posledných 10 rokov¹⁶³

rok	Priemerné P/E
2010	6,15
2011	11,29
2012	13,29
2013	19,13
2014	19,11
2015	23,58
2016	22,97
2017	15,24
2018	19,24
2019	23,67
Priemer	17,37

K súčtu dividend je ešte potrebné pripočítať očakávanú cenu akcie. Tá je rovná súčinu odhadovaného P/E (17,37) a očakávaného zisku na akciu za rok 2024, ktorý činí 1,72 €. Očakávaná cena je teda 29,93 €. Výsledná vnútorná hodnota akcie je 31,63 €. P/IV ratio je 0,24. Akcia Glanbia je podhodnotená.

2.3.7 Atria

Atria je jednou z vedúcich potravinárskych a mäsovýrobných spoločností v škandinávskych krajinách, Estónsku a petrohradskej oblasti Ruska¹⁶⁴. Spoločnosť bola založená v roku 1903. Sídlo spoločnosti je v meste Seinäjoki vo Fínsku. Ak v diplomovej práci nie je uvedené inak, všetky dáta a informácie o spoločnosti Atria boli čerpané z jej výročných správ, ktoré sú zverejnené na jej stránkach¹⁶⁵.

Zadlženosť

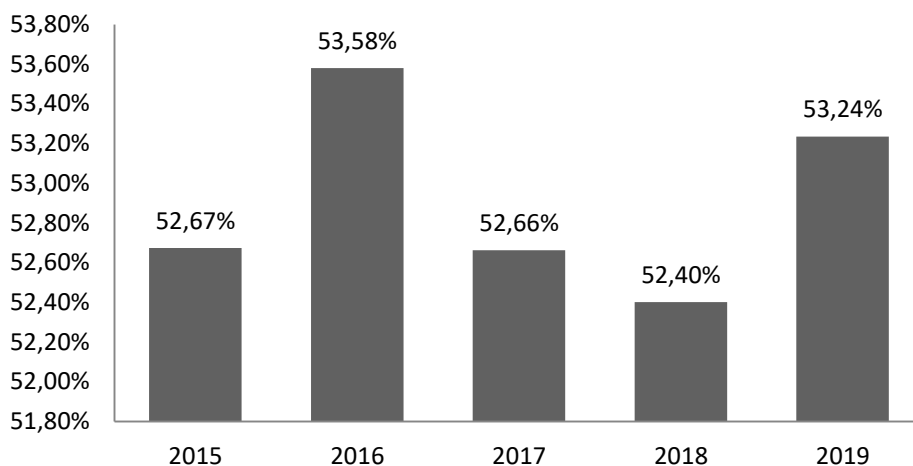
Z pohľadu zadlženosti je Atria najstabilnejšou zo sledovaných spoločností, keďže jej zadlženosť sa v priebehu posledných piatich rokov hýbala medzi 52 a 54 percentami. Za posledných päť rokov dochádzalo k nárastu vlastného aj cudzieho kapitálu, ale išlo o veľmi mierny nárast a ich pomer sa významne nemenil.

¹⁶³ *Amadeus: A database of comparable financial information for public and private companies across Europe* [online]. Brusel: Bureau van Dijk, 2020 [cit. 2002-04-30]. Dostupné z: <https://amadeus.bvdinfo.com/>

¹⁶⁴ Atria produces sustainable value. *Atria* [online]. Seinäjoki: Atria [cit. 2020-04-28]. Dostupné z: <https://www.atria.fi/en/group/>

¹⁶⁵ Annual Reports. *Atria* [online]. Seinäjoki: Atria, 2020 [cit. 2020-05-09]. Dostupné z: <https://www.atria.fi/en/group/investors/financial-information/annual-reports/>

Celková zadlženosť spoločnosti Atria



Graf 19: Celková zadlženosť spoločnosti Atria¹⁶⁶

Vývoj tržieb, zisku a dividend

Vývoj tržieb skupiny je veľmi stabilný, keďže v celom období rástli. Naopak zisk dosiahol svoje maximum v roku 2017 a odvtedy klesá.

Tabuľka 50: Vývoj tržieb a ziskov¹⁶⁷

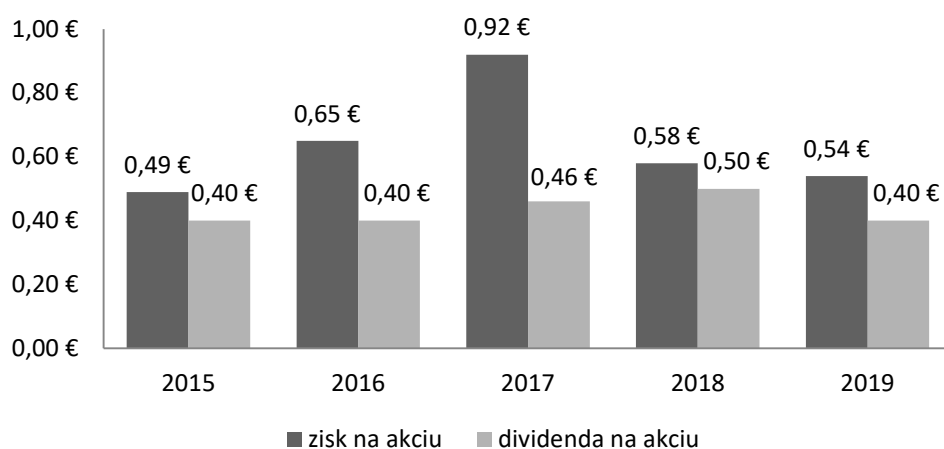
rok	2015	2016	2017	2018	2019
Tržby (tis. eur)	1 340 185	1 351 752	1 436 188	1 438 505	1 451 273
Zisk (tis. eur)	13 794	18 189	25 859	16 362	15 086

Spoločnosť udržiavala v posledných piatich rokoch počet akcií v obehu pomerne konštantný (28,16 milióna), takže zisk na akciu kopíruje vývoj čistého zisku. Spoločnosť vypláca väčšinu zisku na akciu akcionárom vo forme dividend. A hoci zisk spoločnosti poklesol už v roku 2018, dividendy klesli až roku 2019.

¹⁶⁶ Vlastné spracovanie

¹⁶⁷ Vlastné spracovanie

Vývoj zisku a dividendy pripadajúcich na akciu



Graf 20: Vývoj zisku a dividendy pripadajúcich na akciu spoločnosti Atria¹⁶⁸

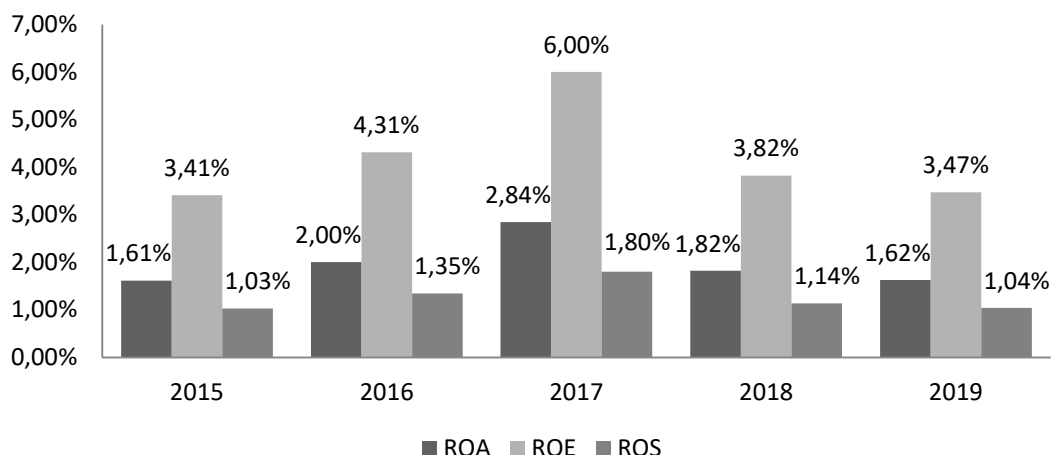
Výplatný pomer bol v roku 2015 81,63 %, v ďalších dvoch rokoch klesal, pretože zisk rástol oveľa rýchlejšie ako dividendy. V roku 2018 však dosiahol maximum na úrovni 86,21 %, pretože zisk prudko poklesol, kým dividendy sa mierne zvýšili. Výplatný pomer v roku 2019 bol 74,07 %.

Vývoj rentability

Atria dosiahla za posledných päť rokov najnižšiu priemernú hodnotu rentability celkových aktív, vlastného kapitálu, aj tržieb. Priemerná výnosnosť celkových aktív činila mizivých 1,98 %. Rentabilita tržieb je ešte nižšia, iba 1,27 %. Rentabilita vlastného kapitálu bola priemerne iba 4,2 %, a dokonca aj tento priemer bol ťahaný vyššou hodnotou z roku 2017. Celkovo je na tom Atria z pohľadu schopnosti tvoriť zisk najhoršie zo sledovaných spoločností a nemožno identifikovať ani nijaký trend, ktorý by indikoval potenciálne budúce zlepšenie.

¹⁶⁸ Vlastné spracovanie

Vývoj rentabilít spoločnosti Atria



Graf 21: Vývoj rentabilít spoločnosti Atria¹⁶⁹

Ocenenie spoločnosti trhom

Akcia Atria stála 5.4. 2020 8,3 €. K tomuto dni bolo v obehu 28 158 988 akcií. Tržná kapitalizácia spoločnosti bola 233,7 miliónov eur¹⁷⁰. Pomer P/E má hodnotu 15,49 a pomer P/B 0,54. Nízka hodnota P/B je spôsobená nízkou rentabilitou a nízkym ziskom na akciu, ktoré robia spoločnosť menej atraktívnu pre investorov.

Vnútna hodnota akcie

Akcia skupiny Atria je taktiež ocenená dividendovým modelom na báze ROE. Spoločnosť vypláca priemerne 70,69 % zisku vo forme dividend. Rentabilita vlastného kapitálu je v nasledujúcej tabuľke. Údaje sú uvedené v tisícoch eur.

Tabuľka 51: Výpočet rentability vlastného kapitálu spoločnosti Atria¹⁷¹

rok	2015	2016	2017	2018	2019
Vlastný kapitál na začiatku roku	405 612	404 815	422 157	430 678	428 185
Čistý zisk	13 794	18 189	25 859	16 362	15 086
ROE	3,40 %	4,49 %	6,13 %	3,80 %	3,52 %

¹⁶⁹ Vlastné spracovanie

¹⁷⁰ Atria Oyj A. *Investing.com* [online]. Nikózia: Fusion Media Limited, c2007-2020 [cit. 2020-04-04]. Dostupné z: <https://www.investing.com/equities/atria-oyj>

¹⁷¹ Vlastné spracovanie

Priemerná hodnota rentability vlastného kapitálu za týchto päť rokov je 4,27 %. Hodnota vlastného kapitálu pripadajúceho na akciu na začiatku roka 2020 je 0,66 €. Z týchto dát možno zostrojiť nasledovnú projekciu do budúcnosti.

Tabuľka 52: Odhad budúcich ziskov a dividend spoločnosti Atria¹⁷²

rok	2020	2021	2022	2023	2024
VK na akciu na začiatku roka	15,42	15,62	15,81	16,01	16,21
Zisk na akciu	0,66	0,67	0,67	0,68	0,69
Dividenda na akciu	0,47	0,47	0,48	0,48	0,49
Reinvestovaný zisk	0,19	0,20	0,20	0,20	0,20

Aj u spoločnosti Atria bolo počítané priemerné P/E za posledných 10 rokov. V tomto prípade však boli použité dáta iba zo siedmich rokov, keďže v rokoch 2010, 2011 a 2013 bola spoločnosť stratová.

Tabuľka 53: Priemerné P/E akcií Atria za posledných 10 rokov¹⁷³

rok	Priemerné P/E
2010	-
2011	-
2012	11,21
2013	-
2014	5,45
2015	11,15
2016	9,67
2017	7,75
2018	10,66
2019	9,36
Priemer	9,32

Priemerné P/E je 9,32. Odhadovaný zisk pripadajúci na akciu za rok 2024 je 0,69 €. Z toho vyplýva očakávaná cena akcie 6,45 €. Vnútna hodnota akcie Atria je 8,84 €. P/IV ratio je 0,94. Akcia je podhodnotená.

¹⁷² Vlastné spracovanie

¹⁷³ *Amadeus: A database of comparable financial information for public and private companies across Europe* [online]. Brusel: Bureau van Dijk, 2020 [cit. 2002-04-30]. Dostupné z: <https://amadeus.bvdinfo.com/>

2.3.8 Bell Food Group

Bell Food Group je jeden z popredných spracovateľov mäsa a ďalších potravinárskych výrobkov v Európe a lídrom na trhu vo Švajčiarsku. Spoločnosť vznikla v roku 1869 v Bazileji, kde má aj v súčasnosti svoje sídlo. Sortiment spoločnosti zahŕňa čerstvé mäso, hydinu, údeniny, morské plody, ale aj čerstvé a trvanlivé potravinárske výrobky. Medzi jej značky patria Bell (mäso, hydina, lahôdky, morské plody), Eisberg (mrazené šaláty, ovocie a zelenina), Hilcona (polotovary a hotové jedlá) a Hügli (polievky, bujóny, omáčky, dezerty, či hotové jedlá)¹⁷⁴.

Podľa výročnej správy sa sortiment spoločnosti delí do nasledujúcich skupín: čerstvé mäso (tvorí 22 % tržieb), lahôdky (25 %), hydina (21 %), morské plody (4 %), polotovary a hotové jedlá (27 %) a iné (1 %). Ak v diplomovej práci nie je uvedené inak, všetky dáta a informácie o Bell Food Group boli čerpané z jej výročných správ, ktoré sú zverejnené na jej stránkach¹⁷⁵.

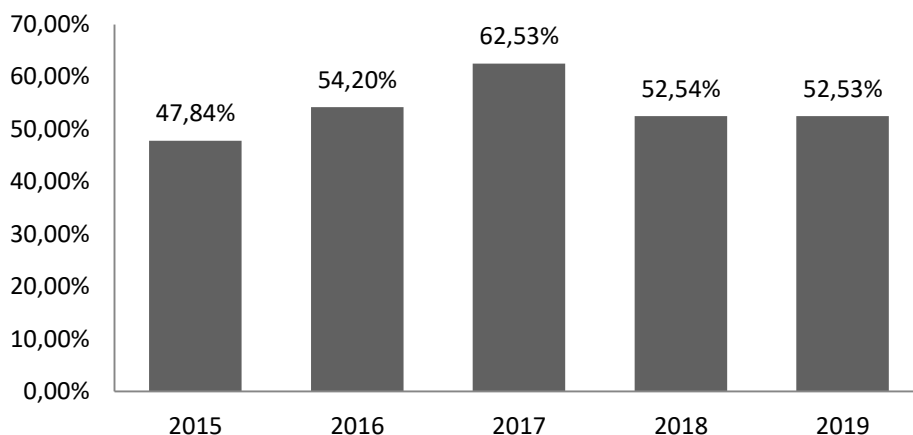
Zadlženosť

Celková zadlženosť dosiahla maximum na úrovni vyše šesťdesiatich dvoch percent v roku 2017. V tom roku došlo k poklesu vlastného kapitálu vďaka poklesu kapitálových rezerv. V nasledujúcom roku ale došlo k ich nárastu. Hodnota cudzích zdrojov rástla medzi rokmi 2015 až 2018 a iba v roku 2019 došlo k ich miernemu poklesu. Zadlženosť v roku 2019 na úrovni 52,53 % možno považovať za priemernú.

¹⁷⁴ Bell Food Group. *Bell Food Group* [online]. Bazilej: Bell Food Group, c2020 [cit. 2020-04-28]. Dostupné z: <https://www.bellfoodgroup.com/en/>

¹⁷⁵ Downloads. *Bell Food Group* [online]. Bazilej: Bell Food Group, c2020 [cit. 2020-05-09]. Dostupné z: <https://www.bellfoodgroup.com/en/downloads/>

Celková zadlženosť Bell Food Group



Graf 22: Celková zadlženosť Bell Food Group¹⁷⁶

Vývoj tržieb, zisku a dividend

Tržby spoločnosti nepretržite rástli do roku 2018, až v roku 2019 nastala stagnácia. Zisk však dosiahol maximum v roku 2017, keď presiahol 106 miliónov frankov. Je nutné konštatovať, že stále ide o relatívne slabý výsledok, keďže aj pri tejto úrovni zisku ide iba o 3 % tržieb. V roku 2019 sa zisk prepadol takmer o polovicu na necelých 50 miliónov frankov. Hoci v relatívnom vyjadrení ide významný pokles, bol spôsobený miernym zvýšením nákladov (hlavne odpisov hmotného majetku). Faktom je, že kvôli nízkej hodnote zisku (vzhľadom k tržbám), aj relatívne malé navýšenie nákladov podstatne zníži zisk.

Tabuľka 54: Vývoj tržieb a zisku Bell Food Group¹⁷⁷

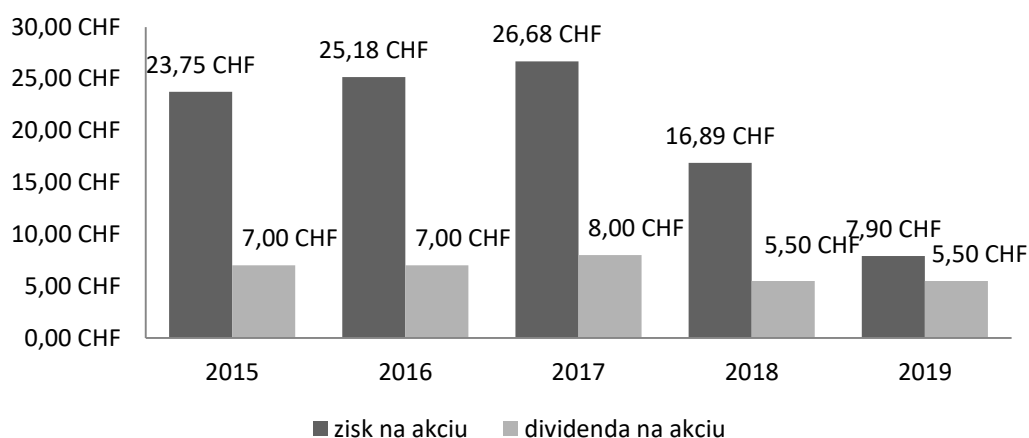
rok	2015	2016	2017	2018	2019
Tržby (mil. CHF)	2 780,7	3 345,9	3 537,3	4 059,4	4 013,0
Zisk (mil. CHF)	94,8	100,6	106,5	89,3	49,6

Ukazovateľ zisk na akciu dosahuje veľmi negatívny vývoj. Dôvodom je však i to, že v rokoch 2018 a 2019 klesal celkový zisk a súčasne rástol priemerný počet akcií. To prirodzene „rozriedilo“ celkový výsledok pripadajúci na jednu akciu.

¹⁷⁶ Vlastné spracovanie

¹⁷⁷ Vlastné spracovanie

Vývoj zisku a dividendy pripadajúcich na akciu



Graf 23: Vývoj zisku a dividendy pripadajúcich na akciu Bell Food Group¹⁷⁸

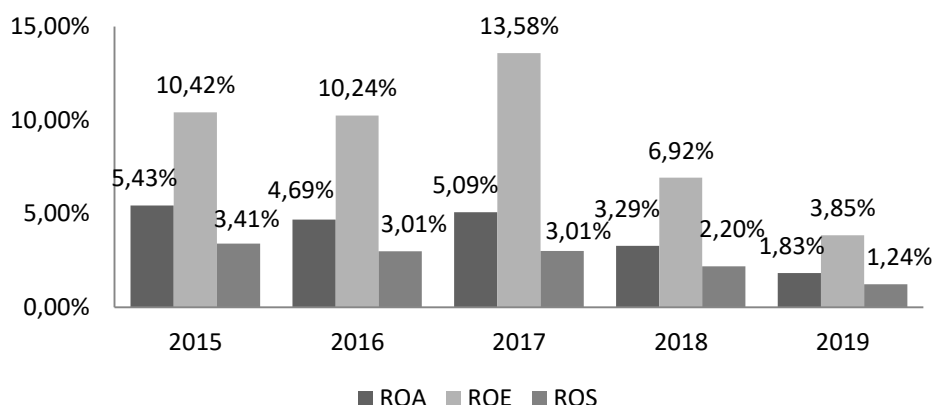
Výplatný pomer spoločnosti sa v rokoch 2015 až 2018 pohyboval veľmi blízko 30 %. V roku 2019 sa však vplyvom nízkeho zisku vyše zdvojnásobil na 69,6 %. Spoločnosť vo výročnej správe za rok 2019 deklarovala cieľ vrátiť sa v nasledujúcom roku k minulej dividendovej politike, podľa ktorej spoločnosť vyplatí vo forme dividend zhruba 30 % zisku.

Vývoj rentability

Rentabilita spoločnosti bola najviac ovplyvnená vývojom zisku. Rentabilita vlastného kapitálu sa však výrazne prepadla v rokoch 2018 a 2019 aj z dôvodu nárastu hodnoty vlastného kapitálu. To a nízky zisk posledného roku spôsobil, že ROE sa prepadlo pod 4 %. To je druhá najnižšia hodnota zo všetkých spoločností (najnižšiu hodnotu rentability vlastného kapitálu za rok 2019 zo všetkých spoločností dosiahla Atria).

¹⁷⁸ Vlastné spracovanie

Vývoj rentabilít Bell Food Group



Graf 24: Vývoj rentabilít Bell Food Group¹⁷⁹

Ocenenie spoločnosti trhom

Cena akcie Bell Food bola k 4.4. 2020 236,5 CHF. Celkovo bolo v obehu 6 274 675 akcií. Tržná kapitalizácia spoločnosti bola 1,484 miliardy frankov¹⁸⁰. Pomer P/E činil 29,92 a hodnota P/B bola 1,15.

Vnútorňá hodnota akcie

Výplatný pomer spoločnosti sa v rokoch 2015 až 2018 pohyboval veľmi blízko okolo hodnoty 30 % a priemer za tento rok bol práve 30,0 %. V roku 2019 sa zvýšil, no spoločnosť vo svojej výročnej správe avizovala, že v ďalších rokoch má v úmysle vrátiť sa k svojej dividendovej politike na úrovni 30 % zo zisku pripadajúceho na akciu. Z toho dôvodu bude aj v tomto výpočte využitá práve táto hodnota ako očakávaný výplatný pomer. Vývoj rentability vlastného kapitálu je v nasledujúcej tabuľke a hodnoty vlastného kapitálu a zisku sú v miliónoch švajčiarskych frankov.

Tabuľka 55: Výpočet rentability vlastného kapitálu Bell Food Group¹⁸¹

rok	2015	2016	2017	2018	2019
Vlastný kapitál na začiatku roku	787,0	909,5	981,9	784,3	1290,0
Čistý zisk	94,8	100,6	106,5	89,3	49,6
ROE	12,04 %	11,06 %	10,85 %	11,39 %	3,84 %

¹⁷⁹ Vlastné spracovanie

¹⁸⁰ Bell AG. *Investing.com* [online]. Nikózia: Fusion Media Limited, c2007-2020 [cit. 2020-04-04]. Dostupné z: <https://www.investing.com/equities/bell-ag>

¹⁸¹ Vlastné spracovanie

Priemerná hodnota rentability vlastného kapitálu za sledované obdobie je 9,84 %. Vlastný kapitál na akciu dosahoval na začiatku roku 2020 hodnotu 204,77 CHF. Z toho možno odhadnúť vývoj nasledovne.

Tabuľka 56: Odhad budúcich ziskov a dividend Bell Food Group¹⁸²

rok	2020	2021	2022	2023	2024
VK na akciu na začiatku roku	204,77	218,86	233,93	250,04	267,25
Zisk na akciu	20,14	21,53	23,01	24,59	26,29
Dividenda na akciu	6,04	6,46	6,90	7,38	7,89
Reinvestovaný zisk	14,10	15,07	16,11	17,21	18,40

Následne je potrebné zistiť očakávané P/E.

Tabuľka 57: Priemerné P/E akcií Bell Food Group za posledných 10 rokov¹⁸³

rok	Priemerné P/E
2010	10,16
2011	10,95
2012	9,88
2013	11,31
2014	10,31
2015	10,95
2016	13,46
2017	15,14
2018	25,07
2019	35,78
Priemer	15,30

Priemerné P/E za posledných 10 rokov dosahovalo hodnotu 15,3. Očakávaná cena je teda 402,19 franku. Vnútoraná hodnota akcie skupiny Bell Food je 436,86. Pomer ceny a vnútornej hodnoty je 0,54. Akcia Bell Food Group je podhodnotená.

2.3.9 Zhrnutie

V tejto podkapitole bol analyzovaný vývoj tržby, ziskov, dividend, zadlženosti a rentability ôsmich najväčších európskych potravinárskych spoločností, ktoré sú

¹⁸² Vlastné spracovanie

¹⁸³ *Amadeus: A database of comparable financial information for public and private companies across Europe* [online]. Brusel: Bureau van Dijk, 2020 [cit. 2002-04-30]. Dostupné z: <https://amadeus.bvdinfo.com/>

obchodované na burze za posledných päť rokov. Týmto spoločnosťami sú Nestlé SA, Danone, Associated British Foods, Orkla ASA, Bel Group, Glanbia plc, Atria oyj, a Bell Food Group. Zároveň bolo vypočítané ocenenie týchto spoločností trhom a bola odhadnutá vnútorná hodnota týchto akcií pomocou dividendového modelu na báze ROE.

Výsledné hodnoty ukazovateľov pre jednotlivé spoločnosti za rok 2019 sú v nasledujúcej tabuľke.

Tabuľka 58: Súhrnné výsledné hodnoty ukazovateľov¹⁸⁴

Spoločnosť	ROA	ROE	ROS	Zadlženosť	P/E	P/B	P/IV
Nestlé	9,86%	23,85%	13,62%	58,68%	23,44	5,59	1,36
Danone	4,25%	11,10%	7,63%	61,69%	19,01	2,11	0,48
ABF	6,38%	9,19%	5,55%	30,60%	15,68	1,44	0,41
Orkla	6,68%	10,99%	8,85%	39,19%	23,93	2,63	0,63
Bel	3,02%	6,71%	3,57%	54,99%	15,90	1,07	0,45
Glanbia	5,30%	10,59%	4,65%	49,96%	10,64	1,34	0,24
Atria	1,62%	3,47%	1,04%	53,24%	15,49	0,54	0,94
Bell Food	1,83%	3,85%	1,24%	52,53%	29,92	1,15	0,54

Celkovo vzaté možno konštatovať, že pre väčšinu spoločností bol rok 2019 z pohľadu zisku relatívne slabým. Výnimkami sú spoločnosť Nestlé, ktorej zisk za rok 2019 bol najvyšší za celé sledované obdobie a nórska spoločnosť Orkla. Francúzsky výrobca syra Bel dosiahol síce vyšší zisk ako v roku 2018, ale nižší ako v rokoch 2015 až 2017. Spoločnosti Danone, ABF, Glanbia, Atria a Bell Food dosiahli v roku 2019 nižší zisk ako v predchádzajúcich dvoch rokoch.

Z pohľadu zadlženosti sú všetky spoločnosti stabilné. Priemerná zadlženosť je 50,11 %. Najviac zadlženou spoločnosťou je francúzska mliekarenská skupina Danone, pri čom jej miera zadlženosti dosahuje 61,69 %. Naopak najmenej je zadlžená britská skupina Associated British Foods (30,60 %) a nórska Orkla (39,19 %).

Pomocou dividendového modelu na báze ROE bola odhadnutá vnútorná hodnota akcií týchto spoločností. Z pohľadu tohto modelu je spoločnosť Nestlé mierne nadhodnotená, kým ostatných sedem spoločností je podhodnotených.

¹⁸⁴ Vlastné spracovanie

Nemožno konštatovať, že by niektorá z týchto spoločností prekonala všetky ostatné vo všetkých kategóriách. Pre výber tých najlepších spoločností preto bude využitá bodovacia metóda.

2.4 Medzipodnikové porovnanie

Na zhodnotenie výsledkov spoločností medzi sebou bude použitá jednoduchá bodovacia metóda. Spoločnostiam, ktoré dosiahli najlepšie výsledky u jednotlivých ukazovateľov bolo pridelené 100 bodov. Následne boli pridelené body ostatným spoločnostiam. U každej spoločnosti bol následne vypočítaný celkový počet získaných bodov pomocou súčtu bodov za jednotlivé kritériá. Tento súčet bol rozdelený siedmimi (keďže je sedem kritérií a všetky majú jednotkovú váhu). Výsledky sú v tabuľke.

Tabuľka 59: Výsledná matica bodovacej metódy¹⁸⁵

Spoločnosť	ROA	ROE	ROS	Zadlženosť	P/E	P/B	P/IV	Súčet	Priemer
Nestlé	100,00	100,00	100,00	52,14	45,39	9,63	17,96	425,11	60,73
Danone	43,15	46,54	56,00	49,60	55,96	25,50	51,17	327,91	46,84
ABF	64,74	38,54	40,73	100,00	67,86	37,33	59,24	408,45	58,35
Orkla	67,83	46,09	64,95	78,07	44,47	20,46	38,98	360,85	51,55
Bel	30,63	28,11	26,18	55,64	66,92	50,47	54,35	312,30	44,61
Glanbia	53,76	44,39	34,13	61,24	100,00	40,07	100,00	433,61	61,94
Atria	16,48	14,56	7,63	57,47	68,68	100,00	25,98	290,81	41,54
Bell Food	18,56	16,16	9,07	58,24	35,56	46,68	45,08	229,35	32,76

Ako najlepšou spoločnosťou vyšla írsky spoločnosť Glanbia s takmer 62 bodmi. Na druhom mieste s necelými 61 bodmi je švajčiarsky konglomerát Nestlé. V prvej polovici sa umiestnili aj britská skupina Associated British Food a nórska spoločnosť Orkla, obe spoločnosti mali nad 50 bodov.

Horšie výsledky dosiahol francúzsky producent jogurtov Danone a výrobca syrov Bel. Posledné dve priečky obsadila fínska skupina Atria a švajčiarsky producent mäsa Bell.

Rentability spoločnosti Glanbia za rok 2019 sú priemerné, no jej výhodnou sú lacné akcie. P/E spoločnosti je iba 10 a pomer ceny a vnútornej hodnoty je 0,24. Za posledných päť rokov spoločnosť dosiahla najvyššiu priemernú výnosnosť vlastného kapitálu. To je zásadný poznatok vzhľadom k dôležitosti ukazovateľa ROE pre investorov. Ďalšou silnou výhodou Glanbie je diverzifikácia jej portfólia. Okrem

¹⁸⁵ Vlastné spracovanie

klasických potravín je spoločnosť úspešná na trhu s proteínmi a doplnkami stravy pre športovcov vďaka značke Optimum Nutrition. To je segment, ktorého potenciál je podporovaný trendmi v oblasti rozvoja zdravého životného štýlu.

Spoločnosť Nestlé sa umiestnila na druhom mieste zásluhou vysokého zisku a neho plynúcich vysokých hodnôt všetkých rentabilit. Roku 2019 dosiahla s veľkým nárastom najvyššie ROA, ROE aj ROS. V celom sledovanom období dosahovala druhú najvyššiu priemernú hodnotu ROE (po spoločnosti Glanbia) a aj druhú najvyššiu priemernú hodnotu ROS. Jej výhodou je široká diverzifikácia jej portfólia naprieč produktmi, ale aj z geografického hľadiska. Z pohľadu tržieb ide o najväčšiu potravinársku spoločnosť v Európe a jednu z najväčších na svete. Jej zadlženosť je tiež v poriadku. Trh si je však všetkými týmito výhodami vedomý. Jej akcie sa predávajú za vyše päťnásobok ich účtových hodnôt, pri čom P/B žiadnej inej hodnotenej spoločnosti nedosiahol ani hodnotu tri. Podstatou fundamentálnej analýzy je identifikácia podhodnotených akcií. Zo všetkých hodnotených spoločností je Nestlé jedinou, ktorej vnútorná hodnota je nižšia ako jej cena.

Glanbia získala prvé miesto vďaka nízkemu oceneniu, Nestlé získala druhé miesto vďaka vysokému zisku a rentabilite a Associated British Foods sa dostal na tretie miesto vďaka nízkej zadlženosti. Zadlženosť ABF bola na konci roku 2019 iba 30,6 %, no spoločnosť sa vyznačuje aj nízkym pomerom ceny a vnútornej hodnoty akcie. Ďalšou jej výhodou je diverzifikácia jej portfólia, a z toho plynúce prvenstvo vo výrobe cukru v Afrike či prvenstvo v poľnohospodárskej výrobe potravín či v maloobchode s odevmi v Británii. Jej nevýhodou je, že patrí medzi spoločnosti s nižšou priemernou výnosnosťou vlastného kapitálu.

Štvrté miesto obsadila spoločnosť Orkla. Výnimočnosť tejto spoločnosti je v tom, že za posledných päť rokov dosiahla v priemere najvyššiu hodnotu výnosnosti celkových aktív aj výnosnosti tržieb. Zároveň je druhou najlepšou spoločnosťou z pohľadu zadlženosti, ktorá u nej v posledných piatich nepresiahla úroveň 40 %.

3 VLASTNÉ NÁVHRY RIEŠENIA

Cieľom tejto práce je návrh portfólia hedgeového fondu investujúceho do nadnárodných európskych potravinárskych spoločností. Na základe analýzy boli vybrané do portfólia fondu nasledujúce spoločnosti.

Ako prvá bola vybraná spoločnosť Glanbia. Je to írsky nadnárodná spoločnosť so širokým portfóliom produktov a značiek. Patrí medzi ne napríklad US Cheese, popredný výrobca syrov v USA, či Optimum Nutrition, perspektívny popredný výrobca proteínov a doplnkov stravy pre športovcov. Spoločnosť dosiahla za posledných päť rokov vyššiu priemernú výnosnosť vlastného kapitálu, než jej európski konkurenti a je schopná svoj zisk stabilne udržiavať. Zároveň ide o spoločnosť, ktorej akciu sú pomerne nízko ocenené, čo vytvára príležitosť pre ich nákup. Navrhovaný podiel akcií Glanbia na portfóliu fondu je 40 %.

Druhou navrhovanou spoločnosťou je švajčiarsky koncern Nestlé, ide o najväčšiu európsku potravinársku spoločnosť so širokým portfóliom výrokov a značiek predávaných po celom svete. Ide zároveň o spoločnosť, ktorá dosiahla v roku 2019 najvyššiu hodnotu výnosnosti tržieb, vlastného aj celkového kapitálu. Vzhľadom k vyššej cene jej akcií je jej navrhovaný podiel 30 %.

Anglická skupina Associated British Foods a nórska skupina Orkla sú obe financované z najväčšej časti vlastným kapitálom, čo môže byť výhodou v časech spomalenia ekonomiky. Obe spoločnosti majú silné medzinárodne diverzifikované portfóliá. Spoločnosť ABF sa tiež obchoduje s nízkym pomerom ceny a vnútornej hodnoty. Orkla dosahovala v posledných piatich rokoch vysoké hodnoty výnosnosti. Tieto spoločnosti sú odporúčané ako posledné dve zložky portfólia, každá s podielom 15 %.

ZÁVER

Diplomová práca sa venovala hodnoteniu akcií európskych potravinárskych spoločností za účelom návrhu portfólia hedgeového fondu. Práca bola rozdelená do troch častí: teoretickej, analytickej a návrhovej.

Teoretická časť práce sa venovala metódam fundamentálnej analýzy. Najskôr v nej boli popísané vybrané ukazovatele. Ďalšia časť obsahovala vybrané základné metódy stanovenia vnútornej hodnoty akcií: dividendové, ziskové a cash flow modely. Posledná časť teórie obsahovala charakteristiku bodovacej metódy medzipodnikového porovnania.

Analytická časť bola rozdelená do štyroch podkapitol. Prvá podkapitola testovala na historických dátach vybrané modely oceňovania akcií; Gordonov model, bežné, normálne a Sharpovho P/E a FCFE model. Výsledkom tejto podkapitoly bolo zistenie, že Gordonov model a modely na ňom postavené, napr. normálne či Sharpovo P/E ratio, nemusia byť pre európske potravinárske spoločnosti použiteľné. Dôvodom je, že požadovaná výnosová miera môže byť nižšia ako miera rastu dividend či zisku a modely tak dávajú záporné hodnoty. Z testovaných modelov sa ako jediný vhodný model javilo bežné P/E ratio, hoci tento ukazovateľ sám o sebe neumožňuje stanoviť vnútornú hodnotu akcie. Druhá časť obsahovala vybrané informácie o hedgeovom fonde, na základe ktorých boli vybrané spoločnosti, ktoré boli v ďalšej časti hodnotené. Týmito spoločnosťami boli Nestlé, Danone, Associated British Foods, Orkla, Bel, Glanbia, Atria a Bell Food Group. Tieto spoločnosti boli v tretej podkapitole analyzované z pohľadu zadlženosti, tržieb, zisku, rentability, ocenenia trhom a tiež boli odhadnuté vnútorné hodnoty ich akcií pomocou dividendového modelu na báze ROE. Štvrtá podkapitola obsahovala vzájomnú komparáciu spoločností na základe hodnôt vypočítaných v predchádzajúcej podkapitole.

Na základe analýzy bolo v tretej časti práce navrhnuté portfólio hedgeového fondu. Do portfólia bola navrhnutá spoločnosť Glanbia s podielom 40 %, Nestlé s podielom 30 % a spoločnosti ABF a Orkla, obe s podielom 15 %.

ZOZNAM POUŽITEJ LITERATÚRY

1. *Amadeus: A database of comparable financial information for public and private companies across Europe* [online]. Brusel: Bureau van Dijk, 2020 [cit. 2002-04-30]. Dostupné z: <https://amadeus.bvdinfo.com/>
2. Annual and Interim reports. *Associated British Foods plc* [online]. Londýn: Associated British Foods, c2012-2019 [cit. 2020-05-09]. Dostupné z: <http://www.abf.co.uk/investorrelations/reports>
3. Annual Reports. *Atria* [online]. Seinäjoki: Atria, 2020 [cit. 2020-05-09]. Dostupné z: <https://www.atria.fi/en/group/investors/financial-information/annual-reports>
4. ASSOCIATED BRITISH FOODS PLC. *ANNUAL REPORT AND ACCOUNTS 2019* [online]. Londýn: Associated British Foods, 2020, s. 3 [cit. 2020-04-27]. Dostupné z: http://www.abf.co.uk/investorrelations/annual_report_2019
5. Associated British Foods PLC. *Investing.com* [online]. Nikózia: Fusion Media Limited, c2007-2020 [cit. 2020-04-04]. Dostupné z: <https://www.investing.com/equities/assoc.br.foods>
6. Atria Oyj A. *Investing.com* [online]. Nikózia: Fusion Media Limited, c2007-2020 [cit. 2020-04-04]. Dostupné z: <https://www.investing.com/equities/atria-oyj>
7. Atria produces sustainable value. *Atria* [online]. Seinäjoki: Atria [cit. 2020-04-28]. Dostupné z: <https://www.atria.fi/en/group/>
8. Bel. *Bel Slovensko* [online]. Michalovce: Bel Slovensko [cit. 2020-04-28]. Dostupné z: <http://www.bel-slovakia.sk/>
9. Bel at a glance. *Le Groupe Bel* [online]. Paríž: Le Groupe Bel [cit. 2020-04-28]. Dostupné z: <https://www.groupe-bel.com/en/group/bel-at-a-glance/>
10. Bell AG. *Investing.com* [online]. Nikózia: Fusion Media Limited, c2007-2020 [cit. 2020-04-04]. Dostupné z: <https://www.investing.com/equities/bell-ag>
11. Bell Food Group. *Bell Food Group* [online]. Bazilej: Bell Food Group, c2020 [cit. 2020-04-28]. Dostupné z: <https://www.bellfoodgroup.com/en/>
12. CAC 40 Index (France) Yearly Returns. *Istock1.com* [online]. Istock1, 2020 [cit. 2020-04-27]. Dostupné z: http://www.1stock1.com/1stock1_757.htm

13. CHEN, James, 2020. Dividend Growth Rate. *Investopedia* [online]. New York: Dotdash, Mar 7, 2020 [cit. 2020-05-06]. Dostupné z:
<https://www.investopedia.com/terms/d/dividendgrowthrate.asp>
14. DAMODARAN, Aswath. *Damodaran on Valuation: Security Analysis for Investment and Corporate Finance*. 2nd ed. Hoboken: John Wiley, 2006. Wiley Finance. ISBN 978-0-471-75121-2.
15. DANONE. *Universal Registration Document 2019* [online]. Paríž: Danone, 2020 [cit. 2020-04-27]. Dostupné z:
https://www.danone.com/content/dam/danone-corp/danone-com/investors/en-all-publications/2019/registrationdocuments/URD2019_EN.pdf
16. Danone SA. *Investing.com* [online]. Nikózia: Fusion Media Limited, c2007-2020 [cit. 2020-04-04]. Dostupné z: <https://www.investing.com/equities/danone>
17. Data & Trends: EU Food & Drink Industry 2019, c2020. *FoodDrinkEurope* [online]. Brusel: FoodDrinkEurope, October 2019 [cit. 2020-05-08]. Dostupné z:
https://www.fooddrinkeurope.eu/uploads/publications_documents/FoodDrinkEurope_-_Data__Trends_2019.pdf
18. Development of the FTSE 100 index from 1995 to 2019. *Statista* [online]. Hamburg: Statista, 2020, Jan 15, 2020 [cit. 2020-04-27]. Dostupné z:
<https://www.statista.com/statistics/261764/annual-development-of-the-ftsenuall-index/>
19. Discover Bel's brands. *Le Groupe Bel* [online]. Paríž: Le Groupe Bel [cit. 2020-04-28]. Dostupné z: <https://www.groupe-bel.com/en/brands/discover-bel-brands/>
20. Downloads. *Bell Food Group* [online]. Bazilej: Bell Food Group, c2020 [cit. 2020-05-09]. Dostupné z: <https://www.bellfoodgroup.com/en/downloads/>
21. End month level of discount rate, 3 month Treasury bills. *Bank of England* [online]. Londýn: Bank of England, c2020 [cit. 2020-04-27]. Dostupné z:
<https://www.bankofengland.co.uk/boeapps/database/fromshowcolumns.asp?Travel=NIxAZxSUx&FromSeries=1&ToSeries=50&DAT=RNG&FD=1&FM=Jan&FY=2010&TD=11&TM=May&TY=2025&FNY=Y&CSVF=TT&html.x=66&html.y=26&SeriesCodes=IUMAJNB&UsingCodes=Y&Filter=N&title=IUMAJNB&VPD=Y>

22. France 3-Month Bond Yield. *Investing.com* [online]. Nikózia: Fusion Media Limited, c2007-2020 [cit. 2020-04-27]. Dostupné z:
<https://www.investing.com/rates-bonds/france-3-month-bond-yield-historical-data>
23. Fromageries Bel SA. *Investing.com* [online]. Nikózia: Fusion Media Limited, c2007-2020 [cit. 2020-04-04]. Dostupné z:
<https://www.investing.com/equities/fromagerie-bel>
24. GLADIŠ, Daniel. *Akciové investice*. Praha: Grada, 2015. Investice. ISBN 978-80-247-5375-1.
25. Glanbia at a Glance. *Glanbia* [online]. Kilkenny: Glanbia, c2020 [cit. 2020-04-28]. Dostupné z: <https://www.glanbia.com/about-us/glanbia-at-a-glance>
26. Glanbia PLC. *Investing.com* [online]. Nikózia: Fusion Media Limited, c2007-2020 [cit. 2020-04-04]. Dostupné z: <https://www.investing.com/equities/glanbia-plc>
27. How to Calculate FCFE from Net Income. *CFI* [online]. Vancouver: CFI Education, c2015-2020 [cit. 2020-02-12]. Dostupné z:
<https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/accounting/how-to-calculate-fcfe-from-net-income/>
28. História spoločnosti. *Danone* [online]. Bratislava: Danone, c2020 [cit. 2020-04-27]. Dostupné z: <http://www.danone.sk/o-nas/o-spolocnosti/historia-spolocnosti.html>
29. *Investing.com* [online]. Nikózia: Fusion Media Limited, c2007-2020 [cit. 2020-04-27]. Dostupné z: [investing.com](https://www.investing.com)
30. JUN, Jae. Best stock valuation ratios. *Old School Value* [online]. Rye: Old School Value, 2020 [cit. 2020-05-09]. Dostupné z:
<https://www.oldschoolvalue.com/stock-valuation/best-stock-valuation-ratios/>
31. KNÁPKOVÁ, Adriana, Drahomíra PAVELKOVÁ, Daniel REMEŠ a Karel ŠTEKER. *Finanční analýza: komplexní průvodce s příklady*. 3., kompletně aktualizované vydání. Praha: Grada Publishing, 2017. Prosperita firmy. ISBN 978-80-271-0563-2.
32. KOTULIČ, Rastislav, Peter KIRÁLY a Miroslava RAJČÁNIOVÁ. *Finančná analýza podniku*. Bratislava: Iura Edition, 2010. ISBN 978-80-8078-342-6.

33. MAŘÍK, Miloš. *Metody oceňování podniku: proces ocenění, základní metody a postupy*. Třetí upravené a rozšířené vydání. Praha: Ekopress, 2011. ISBN 978-80-86929-67-5.
34. MUSÍLEK, Petr. *Trhy cenných papírů*. 2., aktualiz. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2011. ISBN 978-80-86929-70-5.
35. Naše produkty. *Danone* [online]. Bratislava: Danone, c2020 [cit. 2020-04-27]. Dostupné z: <http://www.danone.sk/nase-produkty/activia.html>
36. Naše výrobky. *Nestlé* [online]. Prievidza: Nestlé Slovensko, 2020 [cit. 2020-04-27]. Dostupné z: <https://www.nestle.cz/sk/nase-vyroby>
37. Nestlé SA. *Investing.com* [online]. Nikózia: Fusion Media Limited, c2007-2020 [cit. 2020-04-04]. Dostupné z: <https://www.investing.com/equities/nestle-ag>
38. NESTLÉ. *Financial Statements 2019* [online]. Vevey: Nestlé, 2020 [cit. 2020-04-27]. Dostupné z: <https://www.nestle.com/sites/default/files/2020-02/2019-financial-statements-en.pdf>
39. Norwegian krone (NOK). *Euro* [online]. Frankfurt: European Central Bank, 2020 [cit. 2020-05-08]. Dostupné z: https://www.ecb.europa.eu/stats/policy_and_exchange_rates/euro_reference_exchange_rates/html/eurofxref-graph-nok.en.html
40. O Hamé. *Hamé* [online]. Byšice: Orkla Foods Česko a Slovensko, c2019 [cit. 2020-04-28]. Dostupné z: <http://www.hame.cz/company/>
41. Orkla. *Orkla* [online]. Byšice: Orkla Foods Česko a Slovensko, c2019 [cit. 2020-04-28]. Dostupné z: <https://orkla.cz/>
42. Orkla's Annual Report. *Orkla* [online]. Oslo: Orkla, c2020 [cit. 2020-05-09]. Dostupné z: <https://www.orkla.com/investor-relations/annual-report/>
43. Our Brands. *Nestlé* [online]. Vevey: Nestlé, c2020 [cit. 2020-04-27]. Dostupné z: <https://www.nestle.com/aboutus/history/nestle-company-history>
44. Our history. *Associated British Foods plc* [online]. Londýn: Associated British Foods, c2012-2019 [cit. 2020-04-28]. Dostupné z: https://www.abf.co.uk/about_us/our_history
45. Publications. *Nestlé* [online]. Vevey: Nestlé, c2020 [cit. 2020-05-09]. Dostupné z: <https://www.nestle.com/investors/publications>

46. Registration document. *Le Groupe Bel* [online]. Paříž: Le Groupe Bel, 2020 [cit. 2020-05-09]. Dostupné z: <https://www.groupe-bel.com/en/finance/regulatory-information/registration-document/>
47. REGISTRATION DOCUMENTS. *Danone* [online]. Paříž: Danone, 2020 [cit. 2020-05-09]. Dostupné z: <https://www.danone.com/investor-relations/publications-events/registrations-documents.html>
48. REJNUŠ, Oldřich. *Finanční trhy*. 4., aktualiz. a rozš. vyd. Praha: Grada, 2014. Partners. ISBN 978-8-247-3671-6.
49. Results, reports & presentations. *Glanbia* [online]. Kilkenny: Glanbia, 2020 [cit. 2020-05-09]. Dostupné z: <https://www.glanbia.com/investors/results-reports-presentations/reports/2020>
50. RŮČKOVÁ, Petra. *Finanční analýza: metody, ukazatele, využití v praxi*. 6. aktualizované vydání. Praha: Grada Publishing, 2019. Finanční řízení. ISBN 978-80-271-2028-4.
51. Short-term interest rates. *OECD* [online]. Paříž: Organisation for Economic Co-operation and Development, c2018 [cit. 2020-04-27]. Dostupné z: <https://data.oecd.org/interest/short-term-interest-rates.htm>
52. Switzerland 3-Month Bond Yield. *Investing.com* [online]. Nikózia: Fusion Media Limited, c2007-2020 [cit. 2020-04-27]. Dostupné z: <https://www.investing.com/rates-bonds/switzerland-3-month-bond-yield-historical-data>
53. The Nestlé company history. *Nestlé* [online]. Vevey: Nestlé, c2020 [cit. 2020-04-27]. Dostupné z: <https://www.nestle.com/aboutus/history/nestle-company-history>
54. The share price. *Orkla* [online]. Oslo: Orkla, 2020 [cit. 2020-04-04]. Dostupné z: <https://www.orkla.com/investor-relations/about-the-orkla-share/the-share-price/>
55. VESELÁ, Jitka. *Investování na kapitálových trzích*. 2., aktualiz. vyd. Praha: Wolters Kluwer Česká republika, 2011. ISBN 978-80-7357-647-9

ZOZNAM POUŽITÝCH SKRATIEK

BV	Účtovná hodnota akcie
DPS	Dividenda pripadajúca na akciu
EPS	Zisk pripadajúci na akciu
GBP	Britská libra
CHF	Švajčiarsky frank
P/B	Pomer ceny a účtovnej hodnoty (price to book value ratio)
P/E	Pomer ceny a zisku (price to earning ratio)
P/IV	Pomer ceny a vnútornej hodnoty (price to intrinsic value ratio)
ROA	Rentabilita celkových aktív
ROE	Rentabilita vlastného kapitálu
ROS	Rentabilita tržieb
SH	Súčasná hodnota
VH	Vnútoraná hodnota
VK	Vlastný kapitál

ZOZNAM POUŽITÝCH TABULIEK

Tabuľka 1: Bezriziková výnosová miera k 30.6. 2015 vo vybraných krajinách	27
Tabuľka 2: Výnosnosť tržných indexov v rokoch 2005 -2014.....	28
Tabuľka 3: Požadovaná výnosová miera u hodnotených spoločností	30
Tabuľka 4: Vývoj ziskov a dividend na akciu Nestlé v rokoch 2009 až 2014	30
Tabuľka 5: Vývoj ziskov a dividend na akciu Danone v rokoch 2009 až 2014.....	31
Tabuľka 6: Vývoj ziskov a dividend na akciu ABF v rokoch 2009 až 2014.....	32
Tabuľka 7: Vývoj ziskov a dividend na akciu skupiny Bel v rokoch 2009 až 2014	32
Tabuľka 8: Vývoj ziskov a dividend na akciu Glanbie v rokoch 2009 až 2014.....	33
Tabuľka 9: Očakávaná miera rastu dividend u hodnotených spoločností	33
Tabuľka 10: Výpočet očakávaných dividend	34
Tabuľka 11: Vnútna hodnota akcií vypočítaná Gordonovým modelom	34
Tabuľka 12: Bežné P/E ratio hodnotených spoločností.....	35
Tabuľka 13: Výpočet očakávaných ziskov	36
Tabuľka 14: Výpočet očakávaných výplatných pomerov	36
Tabuľka 15: Normálne P/E ratio hodnotených spoločností.....	36
Tabuľka 16: : Vnútna hodnota akcií vypočítaná normálnym P/E	37
Tabuľka 17: Sharpovo P/E ratio	37
Tabuľka 18: Výpočet FCFE spoločnosti Nestlé	38
Tabuľka 19: Výpočet FCFE spoločnosti Danone	39
Tabuľka 20: Výpočet FCFE spoločnosti ABF.....	39
Tabuľka 21: Výpočet FCFE spoločnosti Bel.....	40
Tabuľka 22: Výpočet FCFE spoločnosti Glanbia.....	40
Tabuľka 23: Vývoj FCFE u hodnotených spoločností v rokoch 2009 až 2014.....	41
Tabuľka 24: medziročne percentuálne zmeny vo FCFE u hodnotených spoločností	41
Tabuľka 25: Súhrn výsledných vnútorných hodnôt a pomerov.....	42
Tabuľka 26: Vývoj tržieb a zisku spoločnosti Nestlé	46
Tabuľka 27: Výpočet rentability vlastného kapitálu spoločnosti Nestlé	49
Tabuľka 28: Odhad budúcich ziskov a dividend spoločnosti Nestlé.....	49
Tabuľka 29: Priemerné P/E akcií Nestlé za posledných 10 rokov	49
Tabuľka 30: Vývoj tržieb a zisku spoločnosti Danone.....	51

Tabuľka 31: Výpočet rentability vlastného kapitálu spoločnosti Danone.....	53
Tabuľka 32: Odhad budúcich ziskov a dividend spoločnosti Danone	53
Tabuľka 33: Priemerné P/E akcií Danone za posledných 10 rokov	54
Tabuľka 34: Vývoj tržieb a zisku spoločnosti ABF	55
Tabuľka 35: Výpočet rentability vlastného kapitálu spoločnosti ABF	57
Tabuľka 36: Odhad budúcich ziskov a dividend spoločnosti ABF	58
Tabuľka 37: Priemerné P/E akcií ABF za posledných 10 rokov	58
Tabuľka 38: Vývoj tržieb a zisku spoločnosti Orkla	60
Tabuľka 39: Výpočet rentability vlastného kapitálu spoločnosti Orkla	61
Tabuľka 40: Odhad budúcich ziskov a dividend spoločnosti Orkla.....	62
Tabuľka 41: Priemerné P/E akcií Orkla za posledných 10 rokov	62
Tabuľka 42: Vývoj tržieb a zisku skupiny Bel	64
Tabuľka 43: Výpočet rentability vlastného kapitálu skupiny Bel	66
Tabuľka 44: Odhad budúcich ziskov a dividend skupiny Bel	66
Tabuľka 45: Priemerné P/E akcií Bel za posledných 10 rokov	66
Tabuľka 46: Vývoj tržieb a zisku spoločnosti Glanbia.....	68
Tabuľka 47: Výpočet rentability vlastného kapitálu spoločnosti Glanbia.....	70
Tabuľka 48: Odhad budúcich ziskov a dividend spoločnosti Glanbia	70
Tabuľka 49: Priemerné P/E akcií Glanbia za posledných 10 rokov	71
Tabuľka 50: Vývoj tržieb a ziskov	72
Tabuľka 51: Výpočet rentability vlastného kapitálu spoločnosti Atria	74
Tabuľka 52: Odhad budúcich ziskov a dividend spoločnosti Atria.....	75
Tabuľka 53: Priemerné P/E akcií Atria za posledných 10 rokov	75
Tabuľka 54: Vývoj tržieb a zisku Bell Food Group	77
Tabuľka 55: Výpočet rentability vlastného kapitálu Bell Food Group	79
Tabuľka 56: Odhad budúcich ziskov a dividend Bell Food Group	80
Tabuľka 57: Priemerné P/E akcií Bell Food Group za posledných 10 rokov	80
Tabuľka 58: Súhrnné výsledné hodnoty ukazovateľov	81
Tabuľka 59: Výsledná matica bodovacej metódy	82

ZOZNAM POUŽITÝCH GRAFOV

Graf 1: Celková zadlženosť spoločnosti Nestlé.....	46
Graf 2: Vývoj zisku a dividendy pripadajúcich na akciu Nestlé	47
Graf 3: Vývoj rentabilít spoločnosti Nestlé	48
Graf 4: Celková zadlženosť spoločnosti Danone.....	51
Graf 5: Vývoj zisku a dividendy pripadajúcich na akciu Danone	52
Graf 6: Vývoj rentabilít spoločnosti Danone	52
Graf 7: Celková zadlženosť spoločnosti ABF	55
Graf 8: Vývoj zisku a dividend pripadajúcich na akciu ABF	56
Graf 9: Vývoj rentabilít spoločnosti ABF.....	57
Graf 10: Celková zadlženosť spoločnosti Orkla.....	59
Graf 11: Vývoj zisku a dividendy pripadajúcich na akciu Orkla	60
Graf 12: Vývoj rentabilít spoločnosti Orkla	61
Graf 13: Celková zadlženosť skupiny Bel	63
Graf 14: Vývoj ziskov a dividend na akciu skupiny Bel	64
Graf 15: Vývoj rentabilít skupiny Bel	65
Graf 16: Celková zadlženosť spoločnosti Glanbia	68
Graf 17: Vývoj zisku a dividendy pripadajúcich na akciu spoločnosti Glanbia.....	69
Graf 18: Vývoj rentabilít spoločnosti Glanbia.....	69
Graf 19: Celková zadlženosť spoločnosti Atria.....	72
Graf 20: Vývoj zisku a dividendy pripadajúcich na akciu spoločnosti Atria	73
Graf 21: Vývoj rentabilít spoločnosti Atria	74
Graf 22: Celková zadlženosť Bell Food Group	77
Graf 23: Vývoj zisku a dividendy pripadajúcich na akciu Bell Food Group	78
Graf 24: Vývoj rentabilít Bell Food Group	79

ZOZNAM PRÍLOH

Príloha 1: Vývoj hodnoty Swiss Market Index a kurzu akcií Nestlé.....	I
Príloha 2: Vývoj indexu CAC 40 a kurzov akcií Danone a Bel.....	II
Príloha 3: Vývoj hodnoty indexu FTSE 100 a kurzu akcií ABF.....	III
Príloha 4: Vývoj hodnoty indexu ISEQ a kurzu akcií Glanbia.....	IV

PRÍLOHY

Príloha 1: Vývoj hodnoty Swiss Market Index a kurzu akcií Nestlé¹⁸⁶

Mesiac	SMI	Nestlé
7/2012	6399,27	60,05
8/2012	6388,01	59,35
9/2012	6495,88	59,30
10/2012	6595,13	59,10
11/2012	6820,60	60,65
12/2012	6822,44	59,60
1/2013	7390,86	63,90
2/2013	7593,67	65,50
3/2013	7813,67	68,65
4/2013	7906,21	66,40
5/2013	7947,01	63,45
6/2013	7683,04	61,95
7/2013	7820,43	62,70
8/2013	7745,97	61,05
9/2013	8022,60	63,25
10/2013	8234,29	65,50
11/2013	8264,20	66,20
12/2013	8202,98	65,30
1/2014	8191,33	65,80
2/2014	8475,33	66,60
3/2014	8453,82	66,55
4/2014	8476,66	67,95
5/2014	8674,52	70,25
6/2014	8554,52	68,70
7/2014	8410,27	67,55
8/2014	8658,97	71,25
9/2014	8835,14	70,25
10/2014	8837,78	70,40
11/2014	9150,46	72,55
12/2014	8983,37	72,95
1/2015	8385,13	70,45
2/2015	9014,53	74,40
3/2015	9128,98	73,40
4/2015	9077,12	72,90
5/2015	9237,79	72,90
6/2015	8780,91	67,50

¹⁸⁶ *Investing.com* [online]. Nikózia: Fusion Media Limited, c2007-2020 [cit. 2020-04-27]. Dostupné z: [investing.com](https://www.investing.com)

Príloha 2: Vývoj indexu CAC 40 a kurzov akcií Danone a Bel¹⁸⁷

Mesiac	CAC 40	Danone	Bel
7/2012	3291,66	49,48	182,20
8/2012	3413,07	49,55	181,02
9/2012	3354,82	47,91	185,00
10/2012	3429,27	47,42	185,00
11/2012	3557,28	48,77	185,00
12/2012	3641,07	49,91	181,10
1/2013	3732,60	51,04	188,00
2/2013	3723,00	53,19	194,00
3/2013	3731,42	54,28	209,05
4/2013	3856,75	58,01	226,00
5/2013	3948,59	56,74	300,00
6/2013	3738,91	57,66	283,40
7/2013	3992,69	59,40	290,00
8/2013	3933,78	56,34	276,00
9/2013	4143,44	55,64	262,00
10/2013	4299,89	54,62	264,98
11/2013	4295,21	53,48	255,30
12/2013	4295,95	52,32	271,01
1/2014	4165,72	49,01	285,00
2/2014	4408,08	51,18	285,00
3/2014	4391,50	51,33	276,61
4/2014	4487,39	53,16	295,00
5/2014	4519,57	54,63	288,50
6/2014	4422,84	54,24	286,00
7/2014	4246,14	54,09	280,20
8/2014	4381,04	53,14	273,20
9/2014	4416,24	53,00	290,00
10/2014	4233,09	54,22	300,00
11/2014	4390,18	56,75	296,03
12/2014	4272,75	54,45	292,00
1/2015	4604,25	59,57	297,00
2/2015	4951,48	62,33	300,00
3/2015	5033,64	62,62	305,00
4/2015	5046,49	64,51	296,24
5/2015	5007,89	62,53	314,00
6/2015	4790,20	57,99	321,00

¹⁸⁷ *Investing.com* [online]. Nikózia: Fusion Media Limited, c2007-2020 [cit. 2020-04-27]. Dostupné z: investing.com

Príloha 3: Vývoj hodnoty indexu FTSE 100 a kurzu akcií ABF¹⁸⁸

Mesiac	FTSE 100	ABF
7/2012	5635,28	1255
8/2012	5711,48	1324
9/2012	5742,07	1289
10/2012	5782,70	1385
11/2012	5866,82	1478
12/2012	5897,81	1564
1/2013	6276,88	1749
2/2013	6360,81	1852
3/2013	6411,74	1901
4/2013	6430,12	1935
5/2013	6583,09	1812
6/2013	6215,47	1735
7/2013	6621,06	1944
8/2013	6412,93	1845
9/2013	6462,22	1876
10/2013	6731,43	2267
11/2013	6650,57	2293
12/2013	6749,09	2445
1/2014	6510,44	2715
2/2014	6809,70	2998
3/2014	6598,37	2781
4/2014	6780,03	2971
5/2014	6844,51	3018
6/2014	6743,94	3049
7/2014	6730,11	2778
8/2014	6819,75	2863
9/2014	6622,72	2679
10/2014	6546,47	2754
11/2014	6722,62	3203
12/2014	6566,09	3153
1/2015	6749,40	3103
2/2015	6946,66	3125
3/2015	6773,04	2818
4/2015	6960,63	2857
5/2015	6984,43	3028
6/2015	6520,98	2871

¹⁸⁸ *Investing.com* [online]. Nikózia: Fusion Media Limited, c2007-2020 [cit. 2020-04-27]. Dostupné z: investing.com

Príloha 4: Vývoj hodnoty indexu ISEQ a kurzu akcií Glanbia¹⁸⁹

Mesiac	ISEQ	Glanbia
7/2012	3169,25	6,10
8/2012	3160,79	6,32
9/2012	3278,28	6,90
10/2012	3248,49	7,32
11/2012	3290,27	7,90
12/2012	3396,67	8,35
1/2013	3546,33	8,22
2/2013	3756,77	8,88
3/2013	3958,27	9,26
4/2013	3858,22	10,15
5/2013	4012,90	10,60
6/2013	3963,33	10,35
7/2013	4104,87	9,85
8/2013	4190,17	10,10
9/2013	4238,28	9,68
10/2013	4405,90	10,32
11/2013	4509,92	10,62
12/2013	4539,43	11,26
1/2014	4652,30	10,78
2/2014	5195,97	10,96
3/2014	4995,39	11,14
4/2014	4897,03	10,76
5/2014	4898,77	11,43
6/2014	4699,94	11,02
7/2014	4647,79	11,52
8/2014	4783,13	11,60
9/2014	4874,68	11,43
10/2014	4763,13	11,26
11/2014	5071,58	12,44
12/2014	5224,56	12,70
1/2015	5471,52	14,30
2/2015	5977,03	16,30
3/2015	6019,49	17,27
4/2015	6047,15	16,55
5/2015	6274,60	17,94
6/2015	6165,04	17,63

¹⁸⁹ *Investing.com* [online]. Nikózia: Fusion Media Limited, c2007-2020 [cit. 2020-04-27]. Dostupné z: [investing.com](https://www.investing.com)